



PANTHÉON-ASSAS
UNIVERSITÉ
PARIS

École doctorale de droit privé

Les principes du droit des offres publiques d'acquisition

Thèse pour le doctorat en droit
présentée et soutenue publiquement
le 6 décembre 2023 par

Hugo NADJAR

Sous la direction de

Monsieur Stéphane TORCK

Professeur à l'Université Paris-Panthéon-Assas

Membres du jury

Madame Olympe DEXANT-De BAILLIENCOURT

Professeur à l'Université de Franche-Comté, *rapporteur*

Madame France DRUMMOND

Professeur à l'Université Paris-Panthéon-Assas

Monsieur Hervé Le NABASQUE

Professeur à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Monsieur Alain PIETRANCOSTA

Professeur à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, *rapporteur*

*La faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans cette
thèse ; ces opinions doivent être considérées comme
propres à leur auteur.*

REMERCIEMENTS

Si tout travail de recherche est d'abord une entreprise solitaire, la présente thèse n'aurait pu voir le jour sans le soutien de nombreuses personnes.

Je souhaite d'abord remercier Monsieur le Professeur Stéphane Torck pour sa confiance, son sens de la formule et les conseils qu'il m'a prodigués tout au long de ce travail.

Je souhaite ensuite remercier mes parents d'avoir été le récif auquel j'ai pu m'accrocher quand les eaux montaient. Cette thèse leur est dédiée. Je remercie particulièrement ma mère, qui n'a jamais compté les heures passées à relire l'ouvrage pour en purger les coquilles.

Mes remerciements vont également à mes camarades de thèse et mes camarades de vie qui, chacun à leur façon, m'ont inspiré, élevé et parfois, relevé. Aucun mot ne saurait justement exprimer l'affection et le respect que je leur porte. Des remerciements particuliers sont adressés à Elsa qui, par sa sagesse et sa présence, a rendu la fin de thèse plus douce que ses débuts.

Enfin, je remercie tous les étudiants auxquels j'ai pu enseigner de m'avoir rappelé, dans les moments de doute, les raisons de mes choix.

PRINCIPALES ABREVIATIONS

ADP	Actions à Dividende Prioritaire
AJDI	<i>Actualité Juridique Droit Immobilier</i>
al.	alinéa
AMF	Autorité des Marchés Financiers
A.N	Assemblée Nationale
ANSA	Association Nationale des Sociétés par Actions
APD	<i>Archives de philosophie du droit</i>
Arr.	Arrêté
art.	article
<i>Banque et droit</i>	<i>Revue Banque et droit</i>
<i>Bull. mens.</i>	<i>Bulletin mensuel</i>
<i>Bull. Joly Bourse</i>	<i>Bulletin Joly Bourse</i>
<i>Bull. Joly Soc.</i>	<i>Bulletin Joly Sociétés</i>
<i>Bull. Joly Trav.</i>	<i>Bulletin Joly Travail</i>
CA	Cour d'appel
<i>Cah. dr. entr.</i>	<i>Cahier de droit de l'entreprise</i>
Cass.	Cour de cassation
Cass. Civ. 1 ^{re} , 2 ^e , 3 ^e	Chambres civiles de la Cour de cassation
CCC	<i>Contrats, concurrence, consommation</i>
CE	Conseil d'État
chron.	chronique
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
CJUE	Cour de justice de l'Union européenne
CMF	Conseil des Marchés Financiers
COB	Commission des Opérations de Bourse
Code civ.	Code civil
Code com.	Code de commerce
Code mon. fin.	Code monétaire et financier
Code trav.	Code du travail
Cass. Com.	Chambre commerciale de la Cour de cassation
Com. Européenne	Commission Européenne
comm.	commentaire
Com. Sanct.	Commission des sanctions
Cons.	considérant
Cons. Const.	Conseil Constitutionnel
CSE	Comité Social et Économique
CSOP	Comité de Surveillance des Offres Publiques

D.	Recueil Dalloz
DC	Décision Constitutionnel
(dir.)	Sous la direction de
Dir.	Directive
doctr.	doctrine
<i>Dr. Soc.</i>	<i>Droit des sociétés</i>
éd.	édition
ESMA	Autorité européenne des marchés financiers
<i>ét. Joly</i>	<i>études Joly</i>
<i>Europe</i>	<i>Revue Europe</i>
<i>Gaz. Pal.</i>	<i>Gazette du Palais</i>
HCJP	Haut Comité Juridique de la place de Paris
<i>ibid.</i>	<i>ibidem</i>
IR	Informations Rapides
<i>JCP</i>	<i>JurisClasseur Périodique</i>
<i>JCP E</i>	<i>La Semaine juridique Entreprise</i>
<i>JCP G</i>	<i>La Semaine juridique Générale</i>
<i>JCP N</i>	<i>La Semaine juridique Notariale et Immobilière</i>
<i>J. Fin.</i>	<i>Journal of Finance</i>
<i>J. Fin. Econ.</i>	<i>Journal of Financial Economics</i>
JO	Journal Officiel
<i>Journ. Sociétés</i>	<i>Journal spécial des sociétés</i>
<i>Jur. class.</i>	<i>Jurisclasseur</i>
<i>Jur. class. adm</i>	<i>Jurisclasseur administratif</i>
<i>Jur. class. civ.</i>	<i>Jurisclasseur civil</i>
<i>Jur. class. pro. coll.</i>	<i>Jurisclasseur procédure collective</i>
<i>Jur. class. pro. pénale</i>	<i>Jurisclasseur procédure pénale</i>
<i>Jur. class. soc.</i>	<i>Jurisclasseur sociétés</i>
LPA	<i>Les Petites Affiches</i>
n° spéc.	numéro spécial
not.	notamment
obs.	observations
<i>op. cit.</i>	<i>opere citato</i>
OPA	Offre Publique d'Achat
OPE	Offre Publique d'Échange
OPR	Offre Publique de Retrait
ORA	Obligation Remboursable en Action
Ord.	Ordonnance
p.	page(s)
<i>préc.</i>	<i>précité</i>
QPC	Question Prioritaire de Constitutionnalité
RDC	<i>Revue des contrats</i>

<i>RDP</i>	<i>Revue de Droit Public</i>
<i>RDT</i>	<i>Revue de Droit du Travail</i>
<i>Règl.</i>	<i>Règlement</i>
<i>Rép. civ.</i>	<i>Encyclopédie Dalloz, Répertoire de droit civil</i>
<i>Rép. soc.</i>	<i>Encyclopédie Dalloz, Répertoire de droit des sociétés</i>
<i>Req.</i>	Chambre des requêtes de la Cour de cassation
<i>Rev. dr. banc. bourse</i>	<i>Revue de droit bancaire et de la bourse</i>
<i>Rev. dr. banc. fin.</i>	<i>Revue de droit bancaire et financier</i>
<i>Rev. mens.</i>	<i>Revue mensuelle</i>
<i>Rev. Soc.</i>	<i>Revue des sociétés</i>
<i>RFDA</i>	<i>Revue Française de Droit Administratif</i>
<i>RFDC</i>	<i>Revue Française de Droit Constitutionnel</i>
<i>RG</i>	Règlement Général
<i>RIDE</i>	<i>Revue Internationale de Droit Économique</i>
<i>RJC</i>	<i>Revue de Jurisprudence Commerciale</i>
<i>RJDA</i>	<i>Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires</i>
<i>RLDA</i>	<i>Revue Lamy Droit des Affaires</i>
<i>RLDC</i>	<i>Revue Lamy Droit des Contrats</i>
<i>RRJ</i>	<i>Revue de la Recherche Juridique</i>
<i>RTD Civ.</i>	<i>Revue Trimestrielle de Droit Civil</i>
<i>RTD Com.</i>	<i>Revue Trimestrielle de Droit Commercial</i>
<i>RTDF</i>	<i>Revue Trimestrielle de Droit Financier</i>
<i>S.</i>	Recueil Sirey
<i>s.</i>	et suivant(e)s
<i>SBF</i>	Sociétés des bourses françaises
<i>SEC</i>	Securities and Exchange Commission
<i>spéc.</i>	<i>spécialement</i>
<i>supp.</i>	supplément
<i>t.</i>	tome
<i>TC</i>	Tribunal de commerce
<i>TFUE</i>	Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne
<i>TGI</i>	Tribunal de grande instance
<i>TJ</i>	Tribunal judiciaire
<i>TRS</i>	<i>Total Return Swap</i>
<i>TUE</i>	Tribunal de l'Union européenne
<i>v.</i>	<i>voir</i>
<i>vol.</i>	volume

SOMMAIRE

(Une table des matières détaillées figure à la fin de l'ouvrage)

PREMIÈRE PARTIE : LES PRINCIPES DIRECTEURS DES OFFRES

Titre premier – L'identification des principes directeurs des offres

Chapitre 1. Le principe directeur de transparence

Chapitre 2. Le principe directeur de protection des minoritaires

Titre second – Les fonctions des principes directeurs des offres

Chapitre 1. La fonction de présentation du droit

Chapitre 2. La fonction de construction du droit

SECONDE PARTIE : LES PRINCIPES GÉNÉRAUX DES OFFRES

Titre premier – L'identification des principes généraux des offres

Sous-titre premier – Les principes généraux retenus

Chapitre 1. Le principe d'égalité de traitement

Chapitre 2. Le principe de liberté des offres et des surenchères

Chapitre 3. Le principe de loyauté dans la compétition et les transactions

Sous-titre second – Les principes généraux exclus

Chapitre 1. L'intégrité du marché : principe général du droit financier

Chapitre 2. Le respect de l'intérêt social : principe général du droit des sociétés

Chapitre 3. Le sauvetage de la société : principe embryonnaire du droit des offres

Titre second – Les règles d'application communes aux principes généraux des offres

Chapitre 1. Le champ d'application des principes généraux

Chapitre 2. La mise en œuvre des principes généraux

Chapitre 3. Les sanctions des principes généraux

« Eh ! mon Dieu, si les principes étaient moins incompris, est-ce que nos tribunaux, nos auteurs les plus consultés, nos jurisconsultes les plus renommés seraient si souvent en désaccord ?... Il faudrait le dire et le crier bien haut : les principes sont trop oubliés, trop peu étudiés. On ne lit pas assez, on ne fait pas assez de livres élémentaires... ».

V. MARCADET, *Explication théorique et pratique du code Napoléon*, t.1, 7^e éd., Delamotte et Fils éditeurs, 1873, p.10.

INTRODUCTION

1. La mythologie des offres. Une mythologie financière entoure les offres publiques d'acquisition. Alimenté par la presse économique, un vocabulaire propre à ces opérations est né, aussi bien pour désigner les différents acteurs appelés à y participer¹, que les dispositifs mis en œuvre à l'occasion de leur déroulement². Selon qu'elles sont souhaitées ou réprouvées, les offres publiques sont présentées comme des déclarations de guerre ou des sommets de la paix³. Mais si le champ lexical attaché à ces opérations est souvent celui des conflits armés, ces opérations n'en demeurent pas moins encadrées par des principes permettant de dissocier les conduites admises de celles qui ne sauraient être tolérées.

2. La réalité des principes. Par l'action conjointe de la doctrine, du juge, et du législateur, de nombreux préceptes d'ordre économique, moral et éthique ont été érigés au rang de principes des offres. Ces principes sont disséminés au sein du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »)⁴, du Code monétaire et financier⁵, et de la directive OPA⁶. Le foisonnement des notions qui revêtent formellement l'appellation de « principes » conduit néanmoins à interroger leur véritable nature. Sont-ils tous autant dignes de la qualification de principe ? Produisent-ils les mêmes conséquences ? Revêtent-ils les mêmes fonctions ? Partagent-ils le même régime ? La polysémie du mot « principe » et les multiples adjectifs qui lui sont régulièrement accolés ajoutent encore à ces interrogations.

3. Préalable à l'étude des principes des offres. Procéder à l'étude des principes qui régissent les offres publiques d'acquisition implique de se dégager des croyances préétablies qui entourent ces notions. Au départ de tout travail de recherche, les notions appelées à être étudiées doivent en effet être traitées en inconnues. Nécessairement préconçue, toute représentation antérieure du sujet est dénuée de scientificité et doit être écartée⁷. Parce que, selon la formule de Bachelard « Rien ne va de soi. Rien n'est donné. Tout est construit »⁸,

¹ Les initiateurs d'offres publiques non sollicitées sont ainsi qualifiés de « *raiders* », les sociétés cibles de « *blue chips* » ou de « *sleeping beauties* » et les acteurs susceptibles de s'immiscer dans l'opération de « *white* » ou « *black knight* ».

² On parle ainsi de « *bear hug* », de « *greenmail* », de « *poison pills* » et de défenses « *Pacman* » ou « *Fatman* ».

³ H. CAUSSE, *Droit bancaire et financier*, Mare & Martin, 2016, n°1590.

⁴ Art. 231-3 à 231-7 RG AMF.

⁵ Art. L.433-1 I Code mon. fin.

⁶ Art. 3 Dir. 2004/25/CE, 21 avr. 2004, concernant les offres publiques d'acquisition.

⁷ E. DURKHEIM, *Les règles de la méthode sociologique*, 2^e éd., PUF, 1973, p.XIII.

⁸ G. BACHELARD, *La formation de l'esprit scientifique*, 5^e éd., Vrin, 1967, p.14.

traiter d'un sujet implique, à titre liminaire, de discuter les termes qui en composent l'intitulé. Il faut fixer l'objet juridique et ne pas céder à la facilité de le penser préconstruit⁹.

4. Annonce. Étudier la teneur des principes qui régissent les offres publiques implique donc de déterminer d'abord l'objet de l'étude, c'est-à-dire la notion de principe (**Section 1**), puis de présenter le domaine dans lequel elle sera entreprise, à savoir le droit des offres publiques (**Section 2**).

Section 1. L'objet de l'étude : les principes

5. Annonce. Appréhender l'objet des futurs développements exige de traiter en premier lieu de l'opportunité qui s'attache à l'utilisation des principes en droit, sans quoi l'étude serait dénuée d'intérêt et ne mériterait pas d'être entreprise (§1). Cela suppose en second lieu de lever le voile sur les principes, et donc d'établir des critères permettant de les identifier (§2).

§1. L'opportunité des principes

6. Annonce. Les principes constituent des outils à la disposition des différents acteurs du monde juridique. L'usage récurrent qui en est fait en démontre l'utilité (**I**), mais révèle dans le même temps le danger qui s'attache à leur maniement (**II**).

I. L'utilité des principes

7. Une utilité contextuelle. En droit, l'utilité d'un principe dépend du contexte dans lequel il est employé. Elle n'est pas la même selon que le principe participe à l'œuvre de doctrine, à l'élaboration de la loi ou au prononcé d'une décision de justice.

8. L'utilité des principes dans l'œuvre législative. Le principe est d'abord utile au législateur. Alors que l'on pourrait s'attendre à ce que le recours aux principes dans une matière soit inversement proportionnel à la quantité de règles écrites qui la gouvernent,

⁹ J.-J. SUEUR, « Droit économique et méthodologie du droit », in *Mélanges en l'honneur de Gérard Farjat*, Frison-Roche, 1999, p.291 et s., spéc. p.297.

l'expérience montre au contraire que plus le cadre réglementaire est touffu, plus les principes sont nombreux. Le paradoxe n'est qu'apparent : dans ces branches du droit, les principes offrent une clé de lecture et constituent un guide pour naviguer dans les méandres des dispositions réglementaires¹⁰.

Conscient des bienfaits attachés à la reconnaissance des principes, la circulaire relative à la codification des textes législatifs et réglementaires incite le législateur à y recourir pour régir une matière donnée et lutter ainsi contre la complexité normative¹¹. Après les réserves exprimées quant à la pertinence d'introduire des principes en ouverture des codes, notamment s'agissant des principes préliminaires du Code civil, grands oubliés de la version de 1804¹², ou des principes directeurs de procédure civile¹³, finalement intégrés dans le Code de 1975¹⁴, les principes ont depuis largement intégré le giron de la loi. Désormais, et pour se limiter à leur seule partie liminaire, près d'une vingtaine de codes qualifient expressément de « principes » certaines de leurs dispositions. On peut à ce titre citer le Code des douanes¹⁵, le Code de procédure civile¹⁶, le Code pénal¹⁷, le Code général des collectivités territoriales¹⁸, le Code du service national¹⁹, le Code de l'éducation²⁰, le Code de l'environnement²¹, le Code de l'action sociale et des familles²², le Code du tourisme²³, le Code de l'organisation judiciaire²⁴, le Code du sport²⁵, le Code des transports²⁶, le Code de l'énergie²⁷, le Code de

¹⁰ D. BUREAU, « L'ambivalence des principes généraux du droit devant la cour de cassation », in *La Cour de cassation et l'élaboration du droit*, (dir.) N. Molfessis, Economica, 2004, p.181, *spéc.* n°3 ; L. AYNÈS, « Moins de règles et plus de principes ? Le nouveau rôle du juge », *RJC* 2017, p.174 et s., *spéc.* p.176.

¹¹ Art. 2.2.3 Circ. 30 mai 1996 relative à la codification des textes législatifs et réglementaires, JO n°129, 5 juin 1996.

¹² P.-Y. GAUTIER, « Pour le rétablissement du livre préliminaire du code civil », *Droits* 2005/1, p.38, *spéc.* n°3.

¹³ J.-G. LOCRÉ, *La législation civile, commerciale et criminelle de la France*, t.21, Treuttel et Wurtz, 1830, p.355.

¹⁴ H. MOTULSKY, « Prolégomènes pour un futur code de procédure civile : la consécration des principes directeurs du procès civil par le décret du 9 septembre 1971 », *D.*1972, *chron.*, p.92 ; G. CORNU, « Les principes directeurs du procès civil par eux-mêmes (Fragments d'un état des questions) », *Études offertes à Pierre Bellet*, Litec, 1991, p.83.

¹⁵ Art. 2 à 42 bis Code des douanes.

¹⁶ Art. 1 à 24 Code proc. civ.

¹⁷ Art. 111-1 à 111-5 Code pénal.

¹⁸ Art. 1111-1 à 1111-11 Code général des collectivités territoriales.

¹⁹ Art. L.111-1 à L.111-3 Code du service national.

²⁰ Art. L.111-1 à L.111-5 Code de l'éducation.

²¹ Art. L.110-1 à L.110-3 Code de l'environnement.

²² Art. L.111-1 à L.118-1 Code de l'action sociale et des familles.

²³ Art. L.111-1 à L.111-2 Code du tourisme.

²⁴ Art. L.111-1 à L.111-14 Code de l'organisation judiciaire.

²⁵ Art. L.100-1 à L.100-4 Code du sport.

²⁶ Art. L.1111-1 à L.1111-7 Code des transports.

²⁷ Art. L.111-1 à L.113-1 Code de l'énergie.

la sécurité intérieure²⁸, le nouveau Code forestier²⁹, le Code de l'urbanisme³⁰, ou encore le Code de la construction et de l'habitation³¹. La même observation vaut pour le droit des offres publiques d'acquisition. Des principes sont en effet énoncés en ouverture de la directive OPA³², du titre III du livre IV du Code monétaire et financier³³ et du chapitre relatif aux offres publiques du RG AMF³⁴. Par cette démarche, qui consiste à exposer les règles élémentaires d'une matière en tête de son code, le législateur explique et précise les finalités qu'il poursuit. La loi se fait pédagogue³⁵.

Par le biais des principes, le législateur introduit un cadre juridique plus souple, résistant à l'épreuve du temps et capable de saisir la diversité des interactions humaines. Ce mouvement est heureux. L'incorporation des principes au sein du corpus législatif contribue directement à contenir le besoin impulsif de réformes et à ralentir le « cycle diabolique du gendarme et du voleur »³⁶.

9. L'utilité des principes en jurisprudence. Les principes et leur élasticité constituent également de précieux instruments pour le juge, en ce qu'ils lui permettent de tempérer la rigueur des dispositions écrites nécessairement figées³⁷. Parce que la loi ne peut et ne doit pas tout prévoir³⁸, la portée normative des principes offre au juge un outil lui permettant de combler les vides laissés par une législation qui ne peut anticiper l'ensemble des comportements susceptibles de naître de l'imagination des praticiens. La virtualité des principes et le potentiel infini de conséquences qu'ils sont susceptibles de déployer permettent ainsi d'éclairer l'ombre de la loi, de tenir compte des particularités de chaque espèce, et de respecter la nature humaine, rebelle à toute standardisation mathématique. Malléables, les principes assurent que le droit puisse toujours épouser la plasticité de la vie³⁹.

²⁸ Art. L.111-1 à L.114-2 Code de la sécurité intérieure.

²⁹ Art. L.112-1 à L.112-4 du Code forestier.

³⁰ Art. L.101-1 à L.105-1 du Code de l'urbanisme.

³¹ Art. L.112-1 à L.112-13 du Code de la construction et de l'habitation.

³² Art. 3 Dir. 2004/25/CE *préc.*

³³ Art. L.433-1 Code mon. fin.

³⁴ Art. 231-3 RG AMF.

³⁵ J. CARBONNIER, « Sur la loi pédagogue », in *Flexible droit*, 10^e éd., LGDJ, 2001, p.155.

³⁶ G. CANIVET, « Avant-propos », in *Les Offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.XIX et s., *spéc.* p.XXIII.

³⁷ F. GÉNY, *Science et Technique en droit privé positif*, t.3, Sirey, 1921, n°257.

³⁸ J.-E. M. PORTALIS, *Discours préliminaire du premier projet de Code civil*, préf. M. Massenet, Confluences, 2004, p.16-17.

³⁹ L'expression est issue de J. DABIN, *Théorie générale du droit*, Dalloz, 1969, n°245.

10. L'utilité des principes en doctrine. Enfin, la doctrine a régulièrement recours aux principes à des fins didactiques⁴⁰. Dans une matière donnée, la notion de principe permet ainsi de réaliser la somme des règles particulières et d'en faire ressortir une unité systématique. Le principe ordonne et cimente la pensée⁴¹. Par son biais, la doctrine transforme la masse des règles éparses en mosaïque juridique. Domat le soulignait : « Il n'y a donc rien de plus nécessaire dans les sciences que d'en posséder les premiers principes »⁴². La découverte des principes dote chaque branche du droit d'une armature logique, participe à sa compréhension et à son enseignement.

Plus qu'un moyen de faciliter la compréhension du cadre juridique, dégager les principes d'une matière fait parfois figure de nécessité. L'inflation normative, combinée au rythme effréné des réformes législatives et à la technicité croissante des textes, a transformé les différentes branches du droit en des systèmes d'une complexité telle que leur connaissance est parfois hors de portée du meilleur des spécialistes⁴³. Partant, « le besoin de retrouver par [des] principes le sens profond des règles, en quelque sorte, l'esprit des droits »⁴⁴ se fait plus que jamais ressentir.

II. Les risques attachés aux principes

11. Le risque contextuel des principes. Recourir aux principes n'est toutefois pas sans risques. L'élasticité des principes est à double tranchant : elle constitue à la fois leur meilleur atout et leur pire défaut. Qu'il s'agisse de leur utilisation par la doctrine, le juge ou le législateur, les principes peuvent se révéler néfastes pour la matière juridique.

12. Le risque des principes dans l'œuvre législative. La référence aux principes dans le champ de la loi peut d'abord sembler contraire à la fonction traditionnellement attachée à celle-ci. Particulièrement nébuleux, les principes sont susceptibles d'alourdir l'œuvre législative. En cela, leur incorporation dans la loi représenterait moins un progrès qu'une régression. Une circulaire du Premier ministre Paul Mauroy en date du 14 juin 1983 encourageait d'ailleurs à ne pas introduire de déclarations de principes au sein des textes, affirmant que « l'énoncé des principes généraux alourdit le débat, mais une fois adopté, il

⁴⁰ P. PESCATORE, *Introduction à la science du droit*, 2^e réimp., Bruylant, 2009, n°72.

⁴¹ A. LYON-CAEN, « Principes », in *Mélanges en l'honneur de Robert Badinter*, Dalloz, 2016, p.561 et s., *spéc.* p.565.

⁴² J. DOMAT, *Les lois civiles dans leur ordre naturel*, t.1, J.-B. Coignard, 1689, p.III.

⁴³ Pour un témoignage de ce phénomène en droit financier v. F. PELTIER, « Lettre à Portalis d'un professeur désabusé par la volatilité du code monétaire et financier », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.771 et s., *spéc.* p.774.

⁴⁴ M. DELMAS-MARTY, « Réinventer le droit commun », D.1995, p.1 et s., *spéc.* p.2.

peut créer des difficultés juridiques : la portée de ces principes reste incertaine pour le juge chargé d'interpréter les lois ou pour l'autorité réglementaire chargée d'élaborer les décrets d'application »⁴⁵.

Les principes inscrits au frontispice des textes législatifs emporteraient même une dégénérescence de la force normative de la loi. Faute d'être dotés d'une réelle juridicité, les principes témoigneraient de l'exercice défectueux de l'office législatif et affaibliraient la structure du droit⁴⁶. Certaines lois seraient ainsi plus symboliques que juridiques⁴⁷. Confronté au phénomène, le Conseil constitutionnel n'a d'ailleurs pas hésité à déclarer contraire à la Constitution les principes dénués de normativité qui n'ajoutent pas au droit positif⁴⁸.

13. Le risque des principes en jurisprudence. L'utilisation des principes en jurisprudence peut également aboutir à des dérives. Le caractère souvent vague de leurs prescriptions offre au juge un instrument commode pour se départir du carcan de la loi et se dresser contre elle⁴⁹. D'éminents auteurs ont dénoncé l'effet néfaste de la « principologie »⁵⁰ et le risque de gouvernement des juges lié à la surutilisation des principes⁵¹. L'enjeu n'est d'ailleurs pas seulement théorique. La pratique des offres publiques en témoigne : préférant la règle d'autorité à la rigueur juridique, il arrive que l'autorité de marché s'appuie sur des principes pour dissuader certains comportements sans qu'une réelle argumentation accompagne la démonstration⁵².

14. Le risque des principes en doctrine. S'agissant enfin de leur utilisation doctrinale, les principes peuvent se transformer en moyen rhétorique permettant d'attribuer de l'importance à certaines règles éthiques, morales ou politiques qui sont pourtant extérieures au droit. Sciemment ou non, le principe peut être utilisé comme étendard, afin de convaincre autour d'une idée ou d'une vision pourtant en franc décalage avec le droit positif⁵³. Employés

⁴⁵ Sur cette circulaire v. C. ATIAS, « Un bien sévère censeur pour le législateur », *RRJ* 1983/3, p.513.

⁴⁶ P. AMSELEK, « Autopsie de la contrainte associée aux normes juridiques », in *La force normative, naissance d'un concept*, (dir.) C. Thibierge, LGDJ Bruylant, 2009, p.3 et s., *spéc.* p.8.

⁴⁷ O. LAROQUE, *Les lois symboliques. Une étude à partir du droit de la propriété littéraire et artistique*, préf. P.-Y. Gauthier, éd. Panthéon Assas, 2021, n°153 à n°159.

⁴⁸ Cons Const., n°2005-512 DC, 21 avr. 2005, *Loi d'orientation et de programme pour l'avenir de l'école* ; *RTD Civ.* 2005, p.5664, note P. Deumier ; *D.*2005, p.1886, note M. Verpeaux ; *JCP G* 2005, act. 250, note B. Mathieu ; *RDP* 2005, p.849, note P. Camby ; *Cah. Conseil Constitutionnel* 2006, p.63, note V. Champeil-Desplats ; *RDP* 2006, p.53, note G. Drago.

⁴⁹ L. AYNÈS, « Moins de règles et plus de principes ? Le nouveau rôle du juge », *préc.*, p.175 ; P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, préf. J.-L. Sourieux, éd. Panthéon-Assas, 1999, n°591 et s.

⁵⁰ F. TERRÉ, N. MOLFESSIS, *Introduction générale au droit*, 15^e éd., Dalloz, 2023, n°402.

⁵¹ G MARTY, P. RAYNAUD, *Introduction générale à l'étude du droit*, t.1, 2^e éd., Sirey, 1972, n°126.

⁵² Pour des illustrations, v. les communiqués AMF dans l'affaire des bons Plavix et du contentieux Veolia-Suez, *infra* n°536 et s.

⁵³ Dans le même sens v. Ph. JESTAZ, *Les sources du droit*, Dalloz, 2005, p.23-24.

à l'excès, sans en préciser ni le sens ni le contenu, les principes sont ainsi susceptibles de nuire à la compréhension du droit. Ils peuvent devenir, selon la formule de Ripert, ces « vêtements magnifiques que revêtent les opinions discutables »⁵⁴.

15. Des risques moins liés aux principes qu'à leur utilisation. À la vérité, les risques ici présentés n'apparaissent pas intrinsèquement liés aux principes, mais à leur formulation et à leur utilisation. En effet, ce ne sont pas les principes qui sont problématiques, mais le champ de liberté laissé aux acteurs chargés de les définir et de les mobiliser. Comme le remarque Madame Cécile Pérès, la portée d'une simple règle peut s'avérer imprévisible tandis que les effets d'un principe peuvent être fermes et précis, tout dépend de la manière dont ces normes sont énoncées et employées⁵⁵. Dès lors, et si les risques liés à l'utilisation des principes ne sont pas négligeables, ils n'apparaissent pas dirimants pour autant. L'étude des principes qui régissent une branche du droit apparaît donc opportune, d'autant que leur identification contribuera à réduire les périls attachés à leur mise en œuvre. Pour réaliser ce travail, encore reste-t-il à s'accorder sur la notion de principe.

§2. L'identité des principes

16. Annonce. Seule la découverte de critères clairs d'identification permettra de bénéficier des utilités liées aux principes tout en prévenant les dérives susceptibles de découler de leur mobilisation. Découvrir les principes n'est donc pas qu'un simple jeu universitaire, mais bien une exigence pratique⁵⁶. Pour satisfaire à cette exigence, il convient d'abord d'opérer une mise en ordre des principes (**I**). Une fois celle-ci effectuée, les critères d'identification des principes seront présentés et justifiés (**II**).

⁵⁴ G. RIPERT, *Les forces créatrices du droit*, LGDJ, 1955, n°132.

⁵⁵ C. PÉRÈS, « Observations sur l'absence de principes directeurs à la lumière du projet d'ordonnance portant réforme du droit des contrats », *RDC* 2015, p.647 et s., *spéc.* p.650.

⁵⁶ M.-A. FRISON-ROCHE, « Les principes originels du droit de la concurrence déloyale et du parasitisme », *RJDA* 1994, p.483 et s., *spéc.* n°2.

I. La nécessaire mise en ordre des principes

17. Annonce. L'omniprésence des principes dans le discours juridique contraste largement avec l'absence de consensus autour de leur origine, de leur nature juridique, de leur rang et de leur contenu. En droit, un certain désordre règne autour des principes (**A**). Pour y mettre fin, une méthode de mise en ordre doit être établie (**B**). Une fois posée, celle-ci permettra de dégager une *summa divisio* sur laquelle l'étude des principes des offres publiques d'acquisition pourra s'appuyer (**C**).

A. Les causes du désordre

18. Des principes insaisissables. Les difficultés rencontrées pour appréhender la notion de principe sont bien connues. Les principes semblent continuellement échapper à l'aventureux qui cherche à les appréhender. Le voile entourant les principes provient de deux causes. L'une tient à la polysémie du mot ; l'autre aux controverses qui l'entourent.

19. La polysémie des principes. La première source de difficulté touche au caractère polysémique du mot « principe ». La lecture d'un dictionnaire suffit à l'illustrer : près d'une dizaine d'occurrences peuvent être rattachées à l'expression⁵⁷. Les dictionnaires juridiques ne sont pas en reste. Tandis que le dictionnaire encyclopédique de théorie et de sociologie du droit fait état de cinq sens du mot « principe »⁵⁸, le vocabulaire juridique Cornu en distingue quant à lui sept⁵⁹. Cette polysémie n'est pas propre au droit français : elle existait déjà en droit romain⁶⁰ et se retrouve encore chez nos voisins italiens⁶¹.

Les multiples adjectifs régulièrement accolés à la notion ajoutent encore à cette diversité de sens. La remarque a déjà été formulée en droit privé. Si le principe est tantôt fondamental, tantôt général, supérieur, essentiel ou directeur, il est toutefois difficile de distinguer ces différentes catégories conceptuelles⁶². L'observation n'est pas différente en droit public⁶³.

⁵⁷ V. « principe », in *le Trésor de la Langue Française informatisé*.

⁵⁸ V. « principe » in *Dictionnaire encyclopédique de théorie et de sociologie du droit*, (dir.) A.-J. Arnaud, LGDJ, 1993.

⁵⁹ V. « principe » in *Vocabulaire Juridique*, (dir.) G. Cornu, 14^e éd, PUF, 2022.

⁶⁰ D. DEROUSSIN, « Le droit romain a-t-il connu des principes ? Sur les significations (possibles) de principia, praecepta et regulae iuris », in *Les principes en droit*, (dir.) S. Caudal, Economica, 2008, p.127 et s., *spéc.* p.148.

⁶¹ V. les 8 sens relevés par M. ATIENZA et J. RUIZ MANERO, « Sobre principios y reglas », *Cuadernos de Filosofía del Derecho* n°10, 1991, p.101 et s., *spéc.* p.103 à p.105.

⁶² M. De BECHILLON, *La notion de principe général en droit privé*, préf. B. Saintourens, PUAM, 1998, p.17.

⁶³ F. MODERNE, « Principes fondamentaux, principes généraux - Actualité des principes généraux du droit », *RFDA* 1998, p.495.

Elle vaut tout autant en droit des offres, où les adjectifs se succèdent au gré des auteurs sans qu'il soit possible d'en tirer de réelles conséquences. Selon l'année et la plume, les principes qui régissent les offres publiques sont « grands »⁶⁴, « directeurs »⁶⁵ ou « généraux »⁶⁶. Dans un ouvrage de référence, un éminent spécialiste utilise les qualificatifs de « directeurs »⁶⁷, « fondateurs »⁶⁸ et « généraux »⁶⁹, parfois cumulativement pour un seul et même principe. L'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») le concède parfois : les termes de « principes directeurs » ou « généraux » seraient employés de manière synonyme depuis plusieurs décennies⁷⁰. Paradoxalement, le rayonnement des principes accompagne leur évanescence⁷¹.

20. Les controverses entourant les principes. À ces différences terminologiques s'ajoutent des divergences doctrinales qui compliquent encore l'appréhension des principes. La quasi-totalité des enjeux relatifs aux principes fait l'objet de vives oppositions.

21. Controverses sur l'origine des principes. Les premières controverses touchent à l'origine des principes. Pour certains auteurs, les principes, en suspension dans notre droit, seraient découverts par le juge, qui se contenterait de les révéler après les avoir extraits de

⁶⁴ M.-J. VANDEL, « Contrôle de la C.O.B en matière d'offres publiques », in *O.P.A., Stratégies, enjeux financiers et industriels ; Expériences françaises et étrangères*, Colloque de l'Office de formation et de documentation internationales, Revue de Presse Thématique, 1988, p.13 et s., spéc. p.14.

⁶⁵ V. not. J.-F. BIARD, J.-P. MATTOUT, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *Banque et Droit*, mars-avr. 1993, p.3 ; J.-J. DAIGRE, *Les offres publiques en bourse, aspects juridiques*, Banque, 2001, p.22 ; M.-N. DOMPÉ, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *Dr. Soc.* nov. 2006, p.5 ; J.-M. DARROIS, M.-N. DOMPÉ, « Le contentieux en matière d'offres publiques », in *Les offres publiques d'achat, op cit.*, p.49, spéc. n°156 ; F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques », *ibid*, p.467 ; D. SCHMIDT, « L'office du juge en droit des OPA et des abus de marché », *Bull. Joly Bourse* mars 2017, p.117 ; A. COURET, H. Le NABASQUE, M.-L. COQUELET, Th. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, 3^e éd., Dalloz, 2019, n°1648 ; Th. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, 4^e éd., LGDJ, 2023, n°1161 ; N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, « OPA-OPE : présentation générale », *ét. Joly*, Lextenso, 2022, n°186 et s. ; D. SCHMIDT, « Les principes directeurs des OPA et l'article L.233-32 du Code de commerce », *Bull. Joly Bourse* mai 2022, p.46 ; J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE, Th. POULAIN-REHM, M. TELLER, *Lamy droit du financement*, Lamy Liaisons, 2023, n°2180 ; A.-C. MULLER, *Droit financier, les opérations de marché*, Economica, 2023, n°627.

⁶⁶ H. De VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n°781-1 ; P.-H. CONAC, « Les bons de souscription d'actions Plavix et les principes généraux des offres publiques », *Rev. Soc.* 2005, p.321 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, 5^e éd., Francis Lefebvre, 2014, n°330 et s. ; A. PIETRANCOSTA, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2021, doss. 25 ; D. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *Rép. com.*, Dalloz 2023, n°132.

⁶⁷ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°78.

⁶⁸ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°95.

⁶⁹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°330 et s.

⁷⁰ AMF, *Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez*, 18 mai 2022, note 20.

⁷¹ M.-C. NAJM, *Principes directeurs du droit international privé et conflit de civilisations*, préf. Y. Lequette, Dalloz 2005, n°37.

l'implicite⁷². Suivant une autre thèse, les principes ne seraient qu'une pure création judiciaire⁷³. À mi-chemin entre création et révélation, une autre doctrine soutient que les principes seraient inventés par le juge⁷⁴. Ce débat, sempiternel faute de pouvoir réellement apporter la preuve du départ des principes, confine au conflit de croyances⁷⁵.

22. Controverses sur la nature juridique des principes. À cette première opposition s'en ajoute une deuxième concernant la nature juridique des principes. Si la majorité des auteurs voit les principes comme des normes juridiques qui sont susceptibles de fonder une décision de justice, d'autres considèrent que les principes sont extérieurs au monde du droit. Entre ces deux positions, des travaux estiment qu'il existerait des principes de nature différente : les principes normatifs d'une part, et les principes extra-positifs d'autre part, qui ne feraient pas figure de norme, mais constitueraient néanmoins une source d'inspiration pour la création et l'évolution du droit⁷⁶. Dans un registre proche, un auteur distingue les *principia cognoscendi*, métanormes dont la fonction serait liée à la connaissance du droit positif, les *prima principia*, porteurs des valeurs originelles qui inspireraient l'ordre juridique, et les *principia essendi*, qui représenteraient des énoncés juridiques à part entière⁷⁷.

23. Controverses sur la place des principes dans la hiérarchie des normes. La place des principes au sein de la pyramide des normes est également sujette à controverse⁷⁸. Les principes sont régulièrement présentés comme dotés d'une valeur *infra-législative* et *supra-décrétale*⁷⁹. Il arrive également qu'ils soient vus comme des normes *supra-législatives*,

⁷² B. JEANNEAU, « La nature des principes généraux du droit en droit français », *Travaux de recherches de l'Institut de droit comparé de l'université de Paris*, t.XXIII, Cujas, 1962, p.203 et s., *spéc.* p.205 ; J. BOULANGER, « Principe généraux du droit positif et droit positif », in *Mélanges en l'honneur de Georges Ripert*, t.1, LGDJ, 1950, p.51 et s., *spéc.* n°21 ; J. CARBONNIER, *Droit civil, Introduction*, 27^e éd., 2002, n°139 ; J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit*, 4^e éd., Dalloz, 2003, n°76.

⁷³ G. MARTY, P. RAYNAUD, *Introduction générale à l'étude du droit*, *op cit.*, n°126 ; C. LARROUMET, *Introduction à l'étude du droit privé*, t.1, 5^e éd., Economica, 2006, n°277 ; P. HAMMJE, *La contribution des principes généraux à la formation du droit international privé*, (dir.) P. Lagarde, Paris I, 1994, n°390 et s.

⁷⁴ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°529 et s. L'expression se retrouve déjà dans la thèse de doctorat de Monsieur Dominique Bureau (D. BUREAU, *Les sources informelles du droit dans les relations privées internationales*, (dir.) Y. Loussouarn, Panthéon Assas, 1992, n°172).

⁷⁵ N. MOLFESSIS, « La notion de principe dans la jurisprudence de la Cour de cassation », *RTD Civ.* 2001, p.699 et s., *spéc.* p.704.

⁷⁶ A. JEAMMAUD, « De la polysémie du terme 'principe' dans les langages du droit et des juristes », in *Les principes en droit*, *op cit.*, p.49 et s., *spéc.* p.70.

⁷⁷ A.-E. PÉREZ LUÑO, « Los principios generales del derecho : un mito jurídico ? », *Revista de Estudios Políticos* 1997, n°98, p.9 et s., *spéc.* p.16 à p.18.

⁷⁸ V. *infra* n°786 et s.

⁷⁹ R. CHAPUS, « De la soumission au droit des règles autonomes », D.1960, chron., p.124 ; « De la valeur juridique des principes généraux du droit et des autres règles jurisprudentielles du droit administratif », D.1966, chron., p.99.

européennes, internationales, constitutionnelles⁸⁰, voire simplement législatives⁸¹ ou réglementaires⁸². D'autres approches, plus originales, considèrent que la thèse hiérarchique n'est pas adaptée à la problématique des principes. Pour les appréhender correctement, il faudrait recourir à des concepts nouveaux⁸³, comme la théorie des trois plans⁸⁴ ou celle du repère plan⁸⁵.

24. Controverses sur l'identité et le contenu des principes. L'identité et le contenu des principes donnent également lieu à débats. Un tour d'horizon des différentes branches du droit privé suffit à en témoigner. Aucune matière, aussi ancienne soit-elle, ne paraît dotée de principes clairement identifiés au contenu entièrement déterminé. Les principes du droit des contrats par exemple, qui font pourtant l'objet de gloses depuis plus de deux siècles, restent largement indéfinis et ressemblent « à ces auberges espagnoles où l'on retrouve pour l'essentiel ce que l'on y a apporté... »⁸⁶.

25. La remarque est transposable au droit des offres. En 1982, Monsieur Bézard distinguait quatre principes : la bonne foi, le respect de l'intérêt des actionnaires, la diffusion d'une information suffisante et le respect de l'égalité des actionnaires⁸⁷. En 1989, un autre auteur retenait quant à lui quatre principes dont la teneur était proche de celle retenue sept années auparavant : l'offre doit être faite de bonne foi, s'adresser aux actionnaires, être formulée dans leur intérêt et les placer dans des conditions identiques⁸⁸. Trois ans plus tard, dans un article particulièrement remarqué, deux auteurs distinguèrent trois principes

⁸⁰ B. GENEVOIS, M. GUYOMAR, « Principes généraux du droit : panorama d'ensemble », *Rép. cont. adm.*, Dalloz, 2017, n°263.

⁸¹ Tel serait le cas de l'article préliminaire du code de procédure pénale (D.-N. COMMARET, « L'article préliminaire du code de procédure pénale, simple rappel des principes directeurs, dispositions créatrices de droit ou moyen de contrôle de la légalité de la loi ? », in *Mélanges offerts à Jean Pradel*, Cujas, 2006, p.71 et s., spéc. p.82-83).

⁸² Pour certains auteurs, les principes régissant les offres étant énoncés au sein du Règlement général AMF, ils ne pourraient revêtir qu'une portée réglementaire (D. MARTIN, « L'incessibilité ou la cession d'actifs d'une société cible d'une offre publique est-elle possible et dans quelles conditions ? », *Rev. dr. banc. fin sept.* 2021, doss. 21, spéc. n°34 ; F. BARRIÈRE, « Vers une évolution du droit des OPA après les affaires Véolia/Suez et Scor/Covéa », *Rev. dr. banc. fin sept.* 2021, doss. 26, spéc. n°12 ; N. MENESSION, « Défenses anti-OPA : état des lieux après l'opération Veolia/Suez », *Bull Joly Bourse* juin 2022, p.52 et s., spéc. p.63 ; L. RICHER, « L'autorité de régulation et la hiérarchie des normes. Une étude de cas (Veolia/Suez) », *JCP E oct.* 2022, 1341, n°16-17). Pour une réfutation de cette analyse, v. *infra* n°789 et s.

⁸³ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°640 et s. ; E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, (dir.) S. Cimamonti, Aix Marseille, 2000, n°133 ; M. BOUTONNET, « La force normative des principes environnementaux, entre droit de l'environnement et théorie générale du droit », in *La force normative*, *op cit.*, p.479 et s., spéc. p.490 ; C. THIBIERBE, « Synthèse, la force normative », *ibid.*, p.741 et s., spéc. p.773.

⁸⁴ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°646 et s.

⁸⁵ E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, *op cit.*, n°136 et s.

⁸⁶ Ph. DUPICHOT, « Les principes directeurs du droit français des contrats », *RDC* 2013, p.387, spéc. n°1.

⁸⁷ P. BÉZARD, *Les offres publiques d'achat*, Masson, 1982, p.78 à p.83 ; *ibid.*, « Le changement de contrôle d'une société cotée », *RJC* 1988, n° spéc., p.81 et s., spéc. p.101-102.

⁸⁸ M.-J. VANEL, « Contrôle de la C.O.B en matière d'offres publiques », *op cit.*, p.14.

directeurs : un principe phare d'égalité, un principe parallèle qualifié de rupture du contrat d'investissement, et un principe complémentaire d'équité⁸⁹. Aujourd'hui, le nombre de principes reconnus par la doctrine financière semble avoir drastiquement augmenté. Dans son ouvrage consacré au droit des offres publiques d'acquisition, Monsieur Alain Viandier dénombre ainsi cinq principes directeurs⁹⁰, auxquels il ajoute cinq principes fondateurs⁹¹ et cinq principes généraux propres aux défenses préventives⁹². Dans un article relatif aux principes directeurs des offres, Monsieur Frédéric Peltier reconnaît quant à lui deux principes essentiels, à savoir l'absence d'entrave à l'émergence du prix optimum et la légitimité des défenses de la cible, auxquels il adjoint trois principes fédérateurs : l'égalité, la transparence et la loyauté ; ainsi que trois principes spécifiques aux défenses en période d'offre : la prévalence des actionnaires dans la défense contre l'offre publique, l'exception de réciprocité entre la cible et l'initiateur, et le respect de l'intérêt social⁹³. *A contrario*, d'autres auteurs reconnaissent un nombre plus restreint de principes. Monsieur Laurent Faugérolas érige en principe directeurs des offres l'égalité des actionnaires, la transparence et l'intégrité du marché, ainsi que la loyauté dans les transactions et la compétition. Il pose enfin la protection des actionnaires minoritaires en principe fondamental⁹⁴. Un ouvrage distingue les principes de libre jeu des offres et de surenchères, d'égalité de traitement et d'information des actionnaires, de loyauté dans les transactions et la compétition et regroupe enfin le respect de transparence et de l'intégrité du marché en un principe unique⁹⁵. L'ouvrage mentionne, en parallèle de ces principes, des principes tutélaires du droit boursier que sont l'intégrité, la transparence et l'égalité qui s'ajoutent ou se superposent aux principes des offres⁹⁶. Un autre réduit le nombre de principes des offres à trois, à savoir l'égalité des actionnaires, la transparence et l'intégrité du marché ainsi que la loyauté dans les transactions et la compétition. Les auteurs estiment néanmoins que des principes complémentaires tels que l'équité ou la rupture du contrat s'y ajoutent⁹⁷. Enfin, un dernier ouvrage classe l'égalité, la

⁸⁹ J.-F. BIARD, J.-P. MATTOU, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.3 et s.

⁹⁰ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°78. L'auteur en ajoute quatre autres (*ibid*, n°278), mais ces derniers semblent être des principes financiers plutôt que des principes réellement propres aux offres publiques.

⁹¹ A. VIANDIER, *OPA OPE, et autres offres publiques*, *op cit.*, n°95.

⁹² A. VIANDIER, *OPA OPE, et autres offres publiques*, *op cit.*, n°330 et s.

⁹³ F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques » in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.467.

⁹⁴ L. FAUGÉROLAS, « La protection des minoritaires dans le Titre V du Règlement Général du Conseil des marchés financiers », in *Mélanges AEDBF-France II*, Banque, 1999, p.201, *spéc.* n°2.

⁹⁵ A. COURET, H. Le NABASQUE, M.-L. COQUELET et *alii*, *Droit financier*, *op cit.*, n°1648.

⁹⁶ A. COURET, H. Le NABASQUE, M.-L. COQUELET et *alii*, *Droit financier*, *op cit.*, n°1557.

⁹⁷ Th. BONNEAU, P. PAILLER, et *alii*, *Droit financier*, *op cit.*, n°1161 et s.

transparence, le libre jeu des offres et des surenchères et la loyauté parmi les principes du droit des offres⁹⁸.

26. Les normes formellement qualifiées de « principes » par la réglementation des offres se sont révélées tout aussi fluctuantes au cours du temps. Dans sa décision générale du 13 janvier 1970, la Commission des opérations de bourse (« COB ») consacrait la première partie de sa décision aux « principes » gouvernant le déroulement des offres⁹⁹. Étaient ainsi élevés à ce rang, la bonne foi, l'intérêt des actionnaires et le fait que l'offre s'adresse aux actionnaires, lesquels sont seuls invités à y donner une suite favorable ou non, chacun de ces principes étant ensuite détaillés par une série d'implications. Alors que les « principes » demeurent quasi inchangés au sein de la décision générale du 25 juillet 1978¹⁰⁰, deux changements significatifs interviennent en 1989. Le premier est relatif à l'introduction de principes au niveau législatif, la loi du 2 août 1989 exigeant que la réglementation des offres produite par les autorités de marché assure « l'égalité des actionnaires et la transparence du marché »¹⁰¹. La seconde touche à la révision des principes visés par la COB. Le Règlement COB n° 89-03 mentionne désormais le respect de l'intérêt social, l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées, le libre jeu des offres et de leur surenchère. Si l'expression « principes » disparaît de la lettre du Règlement général, le rapport annuel 1989 de la COB désigne néanmoins ces exigences comme les « principes qui fondent sa mission »¹⁰². Après l'adoption du Règlement du Conseil des marchés financiers (« CMF »), la liste des principes ressort légèrement modifiée. Figurent désormais l'égalité des actionnaires, la transparence et l'intégrité du marché et la loyauté dans les transactions et la compétition¹⁰³. La rédaction actuelle du Règlement général de l'AMF modifie encore le catalogue. La section première du chapitre premier consacré aux offres publiques renferme une dernière sous-section, intitulée « principes généraux », qui contient cinq articles, l'article 231-3 énonçant à lui seul cinq principes, de libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par une offre, de transparence et d'intégrité du marché ainsi que de loyauté dans les transactions et la compétition. Ajoutant à ce répertoire, la directive OPA édicte six principes

⁹⁸ A.-C. MULLER, *Droit financier, op cit.*, n°627.

⁹⁹ COB, *déc. générale relative aux offres publiques*, 13 janv. 1970, JO 23 janv. 1970, p.864.

¹⁰⁰ COB, *déc. générale relative aux offres publiques*, 25 juill. 1978, JO 13 août 1978, p.3060. Un quatrième principe, initialement rattaché à l'intérêt des actionnaires, s'en détache pour constituer un principe autonome : la nécessité que tous les actionnaires soient placés « dans les faits comme en droit, dans des conditions identiques ».

¹⁰¹ Art. 15 Loi n°89-531 du 2 août 1989, *relative à la sécurité et à la transparence du marché financier*, JO 4 août 1989, p.9822.

¹⁰² COB, *Rapport annuel 1989*, p.161.

¹⁰³ Art. 5-1-1 al.3, anc. Règl. CMF issu de l'Arr. du 5 nov. 1998 *portant homologation de dispositions du règlement général du Conseil des marchés financiers et abrogation de dispositions du règlement général du Conseil des bourses de valeurs*, JO n°0266, 17 nov. 1998.

généraux qui peuvent être résumés ainsi : tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent, les détenteurs de titres de la société visée doivent disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre, il ne doit pas se créer de marchés faussés pour les titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre, un offrant ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut fournir entièrement la contrepartie, et enfin la société visée ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités¹⁰⁴. Finalement, depuis 1989, seuls deux principes sont formellement restés inchangés : les impératifs d'égalité des actionnaires et de transparence de marché. L'article L.433-1 I. du Code monétaire et financier dispose ainsi que c'est « Afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché [que] le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques ». L'article L.212-6-3 du Code opère la même précision s'agissant des porteurs de certificats d'investissement ou de certificats de droit de vote.

27. Synthèse. Victime de leur polysémie et des controverses qui entourent chacun de leurs aspects, les principes apparaissent désordonnés. Tantôt directeurs, fondamentaux ou généraux, parfois métajuridiques, les principes semblent vaporeux et leur contenu, évanescent. Cet état des lieux est regrettable. Il l'est d'abord en ce qu'il laisse croire que la recherche des principes régissant une matière est perdue d'avance, tant il apparaît difficile de « décrire un objet de recherche, alors qu'on ne voit à l'œil nu qu'une accumulation de fragments, balises innombrables, dispersées comme au hasard en des lieux divers et indiquant des sens différents parfois contradictoires »¹⁰⁵. Il l'est ensuite en ce que la proclamation de principes inutiles affaiblit la force des principes nécessaires¹⁰⁶. Sortir du flou entourant les principes implique dès lors d'élaborer une méthode permettant de mettre en ordre les principes et de procéder à leur étude sans verser dans une approche arbitraire.

¹⁰⁴ Art. 3 1° Dir. 2004/25/CE *préc.*

¹⁰⁵ M. DELMAS-MARTY, *Le relatif et l'universel*, Seuil, 2004, p.9.

¹⁰⁶ Y.-M. LAITHIER, « Les principes directeurs du droit des contrats en droit comparé », *RDC* 2013, p.410 et s., *spéc.* p.430.

B. La méthode de mise en ordre

28. Méthodologie et travaux antérieurs. Élaborer une méthode de mise en ordre des principes implique de prendre appui sur les travaux antérieurs afin de mieux cerner la notion de « principe » en droit. Cela ne peut toutefois consister à accepter sans réserve l'ensemble des conclusions auxquelles ils sont arrivés ou à renier la totalité des analyses effectuées. Comme le relevait Raymond Poincaré : « Douter de tout ou tout croire, ce sont deux solutions également commodes, qui l'une et l'autre nous dispensent de réfléchir »¹⁰⁷.

Tout croire reviendrait en effet à n'opérer aucune innovation intellectuelle. Procédant à une simple revue des thèses en présence, une telle démarche reviendrait à réaliser un inventaire théorique des principes, ce qui n'apporterait rien à la science juridique et saperait l'intérêt même du travail de recherche. Une méthodologie qui reprendrait purement et simplement des concepts préconstruits aurait en outre de grandes chances d'échouer du fait des particularismes qui s'attachent à chaque branche du droit et tradition juridique. Partant, si l'opposition développée par Ronald Dworkin entre principes et règles s'avère particulièrement séduisante¹⁰⁸, et que la définition et le rôle des principes retenus par Mac Cormick peuvent sembler convaincants¹⁰⁹, ces théories sont trop liées à l'expérience étrangère et au *nexus* anglo-saxon pour pouvoir être simplement transposées en droit français¹¹⁰.

De la même façon, désavouer l'ensemble des travaux antérieurs au seul prétexte qu'aucun réel consensus n'a été atteint quant à la nature ou à l'identité des principes n'est pas satisfaisant. Une telle position priverait la recherche de la richesse des concepts et des distinctions précédemment dégagées. En toute hypothèse, une recherche qui entendraient faire table rase du passé serait vaine. En effet, « [r]ien n'est jamais créé *ex nihilo*. Toute recherche puise sa substance dans les connaissances, les expériences et les apports accumulés au cours du temps. La recherche juridique, comme toute autre, ne peut avoir pour ambition que de

¹⁰⁷ H. POINCARÉ, *La Science et l'Hypothèse*, Ernest Flammarion, 1902, p.2.

¹⁰⁸ R. DWORKIN, *Prendre les droits au sérieux*, PUF, 1995, p.79 et s. L'auteur considère que le principe, contrairement à la règle, constitue une exigence dictée par la justice, l'équité, ou la morale. Principes et règles fonctionneraient différemment. Tandis que la règle serait entièrement applicable ou inapplicable, le principe comporterait une part d'indétermination en ce qu'il ne permettrait pas directement de trancher un litige, mais pousserait seulement le juge à aller dans un sens.

¹⁰⁹ N. MACCORMICK, *Raisonnement juridique et théorie du droit*, PUF, 1996, p.181 et s. Pour cet auteur, les principes généraux du droit anglais constitueraient d'abord des outils de rationalisation du droit. Ils seraient dotés d'une fonction justificative et explicative supérieure qui leur permettraient d'englober les règles en vigueur.

¹¹⁰ Dans le même sens v. F. ZENATI-CASTAING, « Les principes généraux en droit privé », in *Les principes en droit*, *op cit.*, p.257 et s., *spéc.* p.262.

faire progresser la connaissance et d'en améliorer la mise en œuvre »¹¹¹. Lorsque le contexte et les problématiques rencontrées le permettront, les développements à venir s'autoriseront donc des références à des travaux antérieurs.

29. Méthodologie retenue. Ces précisions apportées, il faut désormais établir le cadre méthodologique permettant de procéder à l'étude des principes. Comme pour toute recherche reposant sur un concept ou des catégories, le cadre d'analyse sera stipulatif. Cela signifie que les bases de l'étude, aussi argumentées et justifiées soient-elles, résulteront de choix effectués par l'auteur¹¹². Loin d'être discrétionnaires, ces choix seront réalisés conformément à trois exigences méthodologiques exposées ci-dessous¹¹³.

30. L'exigence de simplicité. La première est celle de simplicité. Loin de signifier que la démarche retenue sera le fruit d'ingénuités, cette exigence implique que la classification et les critères retenus pour identifier les principes reposeront sur une structure simple, aisément compréhensible¹¹⁴. Cette exigence est doublement justifiée. Elle l'est d'abord d'un point de vue pédagogique, le rôle de la recherche étant d'expliquer les phénomènes juridiques, non d'en compliquer la compréhension. Elle l'est ensuite sur le terrain de la pratique, en ce qu'elle permet d'offrir des outils maniables aux différents acteurs juridiques. Le choix de critères simples évitera la création de concepts abstraits et impraticables.

31. L'exigence de réalité. La deuxième exigence est celle de réalité. Elle implique que les concepts et catégories retenus pour l'étude des principes devront épouser la réalité sans chercher à la modifier. Le cadre de recherche devra permettre de rendre compte des phénomènes juridiques tels qu'ils sont. L'analyse aura dès lors les règles positives pour point d'alignement¹¹⁵. Loin d'être innovante, cette approche assure que le juriste demeure dominé par des intérêts pratiques et ne se laisse pas tromper par le « mirage des constructions imaginaires »¹¹⁶.

¹¹¹ J.-L. BERGEL, « Esquisse d'une approche méthodologique de la recherche juridique », *RRJ* 1996/4, p.1073 et s., *spéc.* p.1081.

¹¹² Ch. EISENMANN, « Quelques problèmes de méthodologie des définitions et des classifications », *APD* 1966, p.25, *spéc.* n°12.

¹¹³ Pour d'autres démarches méthodologiques précédant l'étude d'un concept juridique v. G. TUSSEAU, *Les normes d'habilitation*, préf. M. Troper, Dalloz, 2006, n°83 et s. ; B. MORON-PUECH, *L'acte juridique, une réponse à la crise du contrat*, préf. D. Fenouillet, postface J. Combacau, LGDJ, 2020, n°28 et s.

¹¹⁴ G. TUSSEAU, *Les normes d'habilitation*, *op cit.*, n°90. Ce critère de la simplicité participe d'ailleurs de l'élégance du raisonnement juridique (J.-P. STORCK, « L'élégance du raisonnement juridique », in *Mélanges en l'honneur de Didier Ferrier*, Dalloz-Lexis Nexis, 2021, p.633 et s., *spéc.* p.634).

¹¹⁵ R. Von IHERING, *L'esprit du droit romain dans les diverses phases de son développement*, t.3, 3^e éd., A. Marescq, 1877, p.61.

¹¹⁶ F. GÉNY, *Science et Technique en droit privé positif*, t.III, *op cit.*, n°220.

32. L'exigence de généralité. En troisième et dernier lieu, les développements à venir s'efforceront, sauf raisons impérieuses, de partir des critères généralement partagés par la communauté des juristes. La justification de cette exigence a été parfaitement exposée par Monsieur Guillaume Tusseau dans sa thèse de doctorat : « les juristes opèrent spontanément avec un appareil conceptuel plus ou moins explicite. Il est possible de présumer que celui-ci remplit des fonctions au sein de leur discours, et présente par conséquent une certaine utilité. C'est pourquoi il ne doit être remis en cause qu'au terme d'une argumentation qui démontre que la nouvelle proposition est mieux adaptée à la démarche de la science du droit »¹¹⁷. Partir des définitions habituellement arrêtées par les juristes assure en outre une plus grande intelligibilité du discours et le rend plus accessible. À la manière de l'équilibre réfléchi de Rawls, les critères retenus comme point de départ de recherche tâcheront donc de correspondre à des conditions qui font l'objet d'un consensus¹¹⁸, sans exclure qu'un ajustement puisse être opéré s'il apparaît que les habitudes prises ne se justifient plus¹¹⁹.

33. Synthèse. Les concepts mobilisés dans la présente étude s'efforceront donc de répondre à l'exigence de simplicité, de traduire au mieux la réalité qu'ils se proposent d'analyser et reposeront, autant que faire se peut, sur les critères les plus largement partagés par les acteurs juridiques. La méthodologie précisée, il reste maintenant à l'appliquer.

C. La summa divisio des principes directeurs et des principes généraux

34. La recherche d'une summa divisio des principes. Les exigences méthodologiques retenues imposent de prendre la réalité des principes comme point de départ de l'étude. Or, pour des raisons déjà exposées, cette réalité est difficile à saisir¹²⁰. Pour initier l'analyse, il faut donc partir de la diversité des sens attachés aux principes. On partira donc d'une prémisse simple : les principes sont pluriels et sont dotés de plusieurs significations¹²¹. Cette polysémie n'est pas un mal linguistique. Elle est nécessaire à l'appréhension des différentes notions existantes¹²². Vouloir faire disparaître la polysémie attachée à l'expression « principes » reviendrait donc à réduire drastiquement la richesse de la langue et sa capacité

¹¹⁷ G. TUSSEAU, *Les normes d'habilitation*, *op cit.*, n°90.

¹¹⁸ J. RAWLS, *Théorie de la Justice*, Seuil, 1997, p.46-47.

¹¹⁹ V. not. G. BACHELARD, *La formation de l'esprit scientifique*, *op cit.*, p.14-15, qui relève que les « habitudes intellectuelles qui furent utiles et saines peuvent, à la longue, entraver la recherche. [...] C'est un facteur d'inertie pour l'esprit ».

¹²⁰ V. *supra* n°18 et s.

¹²¹ A. LYON-CAEN, « Principes », *op cit.*, p.562.

¹²² G. CORNU, *Linguistique juridique*, 3^e éd., LGDJ, 2005, p.102.

à appréhender le réel¹²³. La diversité de sens que recouvre le mot principe ne doit donc pas être condamnée, mais au contraire, prise en compte. En conséquence, l'étude des principes des offres devra éviter un premier écueil consistant à ne retenir qu'un seul sens du mot principe pour l'analyser isolément¹²⁴. La recherche ne pourra être jugée satisfaisante qu'à la condition d'étudier les différentes espèces du genre « principe ». Les multiples sens que l'expression revêt imposent néanmoins de procéder à une classification pour délimiter, séparer et individualiser les différents éléments qui peuvent composer le genre¹²⁵. Recourir à une classification permettra ainsi d'identifier clairement chaque notion en mettant en exergue les éléments qui la caractérisent, le régime qui lui est propre et les différences qu'elle entretient avec les autres. La démarche renforcera ainsi la rationalité du droit et la sécurité juridique¹²⁶.

Pour opérer cette classification, la méthode précédemment établie suppose de recourir aux critères généralement partagés par la communauté des juristes¹²⁷. En droit, la classification habituellement retenue est celle qui repose sur une opposition binaire¹²⁸. Cette préférence s'explique par les vertus attachées aux divisions bipartites. Simples à mettre en œuvre, les distinctions binaires sont dotées d'un haut degré de maniabilité qui les rend accessibles, lisibles et claires. Elles sont donc généralement jugées plus opérationnelles que les divisions triparties qui procèdent souvent de la confusion d'éléments hétérogènes ou de différents degrés de classifications¹²⁹. Évidemment, la pensée dichotomique n'est pas toujours adaptée au sujet de recherche et un découpage binaire peut parfois se révéler réducteur¹³⁰. Il reste qu'au départ de cette étude, rien n'implique de se départir de la division bipartite habituelle.

¹²³ Les sens attachés au mot « droit » participent à le démontrer. L'expression ne recouvre-t-elle pas à la fois une science, un impôt, une qualité, l'ensemble des règles de conduite qui régissent les rapports des membres d'une société et une prérogative individuelle reconnue au titulaire d'une personnalité juridique ?

¹²⁴ Ch. EISENMANN, « Quelques problèmes de méthodologie des définitions et des classifications en science juridique », *préc.*, n°7 ; *contra* S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, (dir.) J.-F. Césaro, Panthéon Assas, 2019. Après avoir consacré une analyse extrêmement fine à la notion de principes directeur, l'auteur se refuse à conceptualiser les autres notions gravitant autour de celle-ci, telle que celle de principe général du droit (*ibid.*, n°103).

¹²⁵ Ch. EISENMANN, « Quelques problèmes de méthodologie des définitions et des classifications en science juridique », *préc.*, n°8.

¹²⁶ J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit*, *op cit.*, n°191.

¹²⁷ V. *supra* n°32.

¹²⁸ J.-L. BERGEL, « Différence de nature (égale) différence de régime », *RTD Civ.* 1984, p.255 et s., *spéc.* n°9 ; R. GASSIN, « une méthode de la thèse en doctorat en droit » *RRJ* 1996/4, p.1167 et s., *spéc.* p.1180 et s. ; G. CORNU, *Linguistique juridique*, *op cit.*, p.179-180 ; N. BOBBIO, *De la structure à la fonction*, Dalloz, 2012, p.155 ; V. CHAMPEIL-DESPLATS, *Méthodologies du droit et des sciences du droit*, Dalloz, 2014, n°68 et n°548 ; P. DEUMIER, *Introduction générale au droit*, 7^e éd., LGDJ, 2023, n°3.

¹²⁹ J.-L. BERGEL, « Différence de nature (égale) différence de régime », *RTD Civ.* 1984, p.255, n°9.

¹³⁰ V. CHAMPEIL-DESPLATS, *Méthodologies du droit et des sciences du droit*, *op cit.*, n°551. *Adde* sur les limites du plan binaire en droit : M. VIVANT, « Le plan en deux parties, ou de l'arpentage considéré comme art », in *Études offertes à Pierre Catala*, Litec, 2001, p.969 ; M. TOUZEIL-DIVINA, « Le plan est en deux parties... parce que c'est comme ça », *AJDA* 2011, p.473 ; B. BARRAUD, « L'usage du plan en deux parties dans les facultés de droit françaises », *RTD Civ.* 2015, p.807.

La recherche à venir s'appuiera donc sur une *summa divisio* entre deux catégories de principes des offres.

35. La distinction des principes directeurs et des principes généraux. Le principe d'une *summa divisio* justifié, il convient désormais de déterminer les deux catégories qui seront appelées à la composer. Pour procéder à ce choix, il faut de nouveau partir des catégories auxquelles les juristes se réfèrent habituellement. Un panorama des études consacrées aux principes en droit privé et en droit des offres révèle qu'ils sont, dans l'immense majorité des cas, qualifiés de « directeurs »¹³¹ ou de « généraux »¹³². Si ces deux catégories de principes sont rarement mobilisées pour être opposées l'un à l'autre, il reste que les attributs qui leur sont généralement prêtés diffèrent. Tandis que les principes généraux sont souvent perçus comme des outils de création du droit qui comblent les lacunes de la loi¹³³, les principes directeurs sont présentés comme des instruments de description du droit, qui portent en eux les orientations d'une matière et en guident l'interprétation¹³⁴.

¹³¹ V. not. H. MOTULSKY, « Prolégomènes pour un futur code de procédure civile : la consécration des principes directeurs du procès civil par le décret du 9 septembre 1971 », *préc.* ; G. CORNU, « Les principes directeurs du procès civil par eux-mêmes (Fragments d'un état des questions) », *op cit.* ; E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, *op cit.* ; L. CADDIET, « Et les principes directeurs des autres procès ? Jalons pour une théorie des principes directeurs du procès » in *Études offertes à Jacques Normand*, Litec, 2003, p.71 ; D.-N. COMMARET, « L'article préliminaire du code de procédure pénale, simple rappel des principes directeurs, dispositions créatrices de droit ou moyen de contrôle de la légalité de la loi ? », *op cit.* ; R. KHORIATY, *Les principes directeurs du droit des contrats*, (dir.) D. Mazeaud, Panthéon Assas, 2011 ; M.-C. NAJM, *Principes directeurs du droit international privé et conflit de civilisations*, *op cit.* ; Ph. DUPICHOT, « Les principes directeurs du droit français des contrats », *préc.* ; Y.-M. LAITHIER, « Les principes directeurs du droit des contrats en droit comparé », *préc.* ; M. GOUBINAT, *Les principes directeurs du droit des contrats*, (dir.) S. Bros, Grenoble Alpes, 2016 ; S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, *op cit.* V. plus spécialement en droit des offres, J.-F. BIARD, J.-P. MATTOU, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.* ; N. RONTCHEVSKY, « Le retrait obligatoire à l'épreuve des procédures en cours et des principes directeurs des offres publiques », *RTD Com.* 2000, p.978 ; *ibid.*, « La réglementation des OPA et ses principes directeurs relèvent d'un ordre public économique de direction », *Bull. Joly Bourse* sept. 2021, p.34 ; J.-J. DAIGRE, *Les offres publiques en bourse, aspects juridiques*, *op cit.*, p.22 ; M.-N. DOMPÉ, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *préc.* ; F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques », *op cit.* ; M. SNOUSSI, *Les principes directeurs du droit des offres publiques*, (dir.) H. Synvet, Mémoire, Panthéon Assas, 2019 ; D. SCHMIDT, « Les principes directeurs des OPA et l'article L.233-32 du Code de commerce », *préc.*

¹³² V. not. J. BOULANGER, « Principe généraux du droit positif et droit positif », *op cit.* ; B. JEANNEAU, « La nature des principes généraux du droit en droit français », *op cit.* ; B. OPPETIT, « Les principes généraux dans la jurisprudence de cassation », *Cah. dr. entr.* 1989/5, p.14 ; P. HAMMJE, *La contribution des principes généraux à la formation du droit international privé*, *op cit.* ; H. P. SAK, *Les principes généraux du droit dans le raisonnement justificatif du juge civil*, (dir.) Ph. Jestaz, Paris 12, 1998 ; P. SARGOS, « Les principes généraux du droit privé dans la jurisprudence de la Cour de cassation. Les garde-fous des excès du droit », *JCP G* 2001, I, 306 ; D. BUREAU, « L'ambivalence des principes généraux du droit devant la cour de cassation », *op cit.* ; Ph. JESTAZ, « Principe généraux, adages et sources du droit en droit français », in *Autour du droit civil. Écrits dispersés, idées convergentes*, Dalloz, 2005, p.223 ; F. ZENATI-CASTAING, « Les principes généraux en droit privé », *op cit.* V. plus spécialement en droit des offres, H. De VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, *op cit.*, n°781.1 ; P.-H. CONAC, « Les bons de souscription d'actions Plavix et les principes généraux des offres publiques », *préc.* ; J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE, Th. POULAIN-REHM, M. TELLER, *Lamy droit du financement*, *op cit.*, n°2207. ; D. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *op cit.*, n°132 et s. ; A. PIETRANCOSTA, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *préc.*

¹³³ V. *infra* n°54.

¹³⁴ V. *infra* n°48.

Les exigences méthodologiques de généralité et de simplicité amènent donc à retenir une distinction entre deux catégories de principes : les principes directeurs d'une part, et les principes généraux d'autre part. Évidemment, certaines réflexions assimilent ces deux notions¹³⁵, parfois au prétexte que la jurisprudence les emploierait sans les distinguer¹³⁶. L'argument peut être entendu. Il ne saurait toutefois justifier l'abandon de toute distinction. Si les mots ont un sens, l'utilisation de mots distincts devrait désigner des concepts différents, certes susceptibles de s'entrecroiser, mais qui sont avant tout dotés d'une identité propre, de fonctions particulières et d'un régime différent¹³⁷. En outre, opérer une distinction entre principes directeurs et principes généraux ne conduit aucunement à présumer d'une hiérarchie entre ces deux catégories. Cela aboutit seulement à poser leur dissemblance.

II. Les critères d'identification des principes

36. Annonce. La distinction des principes directeurs et des principes généraux arrêtée, il faut désormais établir les critères permettant d'individualiser ces deux catégories. À suivre les exigences de méthodes précédemment dégagées, il apparaît que si les principes directeurs et généraux appartiennent au genre « principe » et partagent à ce titre certains attributs (**A**), ils sont également dotés d'une identité propre et d'attributs particuliers (**B**).

A. Les attributs partagés

37. Annonce. Les principes qui feront l'objet des futurs développements partageront deux attributs : ils appartiendront au droit positif (**1**) et seront propres à la matière concernée, autrement dit spécifiques au droit des offres publiques (**2**).

¹³⁵ P. PESCATORE, *Introduction à la science du droit*, *op cit.*, n°71, où l'auteur entend par principes généraux du droit « un ensemble de principes directeurs ».

¹³⁶ E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, *op cit.*, n°55.

¹³⁷ L'étude démontrera d'ailleurs que les fonctions des deux catégories de principes ne sauraient être confondues, v. *infra* n°216 et s.

1. Des principes juridiques

38. Une conceptualisation *a minima* des principes. Les exigences méthodologiques impliquent de retenir des critères d'identification simples et susceptibles de faire l'objet d'un consensus¹³⁸. Le flou entourant les principes l'impose tout autant : devant la diversité des opinions doctrinales présentées, seule une conceptualisation *a minima* est envisageable¹³⁹. Pour l'opérer, il faut partir des principales recherches ayant eu les principes pour objet d'étude et tâcher d'en dégager une définition commune. Or, si les débats sur l'identité et le rang des principes sont nombreux¹⁴⁰, notamment lorsqu'il s'agit de distinguer le principe de la règle¹⁴¹, deux points bénéficient tout de même d'un large consensus. Les principes sont généralement considérés comme des normes éminentes dotées d'un caractère juridique.

39. Le principe comme norme éminente. Le premier consensus entourant les principes est relatif à leur place dans l'imaginaire collectif. Pour la grande majorité des auteurs, le principe est une norme éminente, fondamentale, c'est-à-dire supérieure aux autres¹⁴². Le principe revêt ainsi une importance particulière. Bien que cette préséance soit relativement vague et qu'elle soit susceptible de recouvrir différentes réalités, elle apparaît néanmoins conforme à l'étymologie du mot. En effet, « principe » provient du latin *principium*, lui-même dérivé du mot *princeps* qui résulte de la fusion de deux termes : *primo*, qui signifie « premier », et *caps*, qui se rapproche du verbe « prendre ». Le *princeps* est donc celui qui prend la première place¹⁴³.

¹³⁸ V. *supra* n°32.

¹³⁹ Dans le même sens v. S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, *op cit.*, n°64.

¹⁴⁰ V. *supra* n°18 et s.

¹⁴¹ Les critères imaginés par la doctrine pour distinguer principe et règle sont extrêmement variés. Pour certains auteurs, le principe se caractériserait par son extériorité au droit écrit. Pour d'autres, c'est le haut degré de généralité des principes et leur aptitude à être décliné en de multiples normes particulières qui permettrait de les différencier des règles. Enfin, pour un dernier courant de pensée, la différence serait purement formelle. Pour une recension des différentes opinions v. Y.-M. LAITHIER, « Les principes directeurs du droit des contrats en droit comparé », *préc.*

¹⁴² V. not. G. MARTY, P. RAYNAUD, *Introduction générale à l'étude du droit*, *op cit.*, n°125 ; J. CARBONNIER, *Droit civil, Introduction*, *op cit.*, n°139 ; V. CHAMPELS-DESPLATS, *Les principes fondamentaux reconnus par les lois de la république*, préf. M. Troper, Economica, 2001, p.36 ; S. CAUDAL, « Rapport introductif », in *Les principes en droit*, *op cit.*, p.1 ; R. GUASTINI, « Les principes de droit en tant que source de perplexité théorique », *ibid*, p.113 et s., spéc. p.114-115 ; Ph. JESTAZ, « Principe généraux, adages et sources du droit en droit français », *op cit.*, p.225 ; A. JAKAB, « Principes », *APD* 2009, p.387 et s., spéc. p.397 ; D. BUREAU, « L'ambivalence des principes généraux du droit devant la Cour de cassation », *op cit.*, n°15 ; Ph. DUPICHOT, « Les principes directeurs du droit français des contrats », *préc.*, n°2 ; A. LYON-CAEN, « Principes », *op cit.*, p.563 ; S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, *op cit.*, n°64.

¹⁴³ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°2 ; D. DEROUSSIN, « Le droit romain a-t-il connu des principes ? Sur les significations (possibles) de *principia, praecepta et regulae iuris* », *op cit.*, p.129-130 ; Ph. DUPICHOT, « Les principes directeurs du droit français des contrats », *préc.*, n°2.

40. Le principe comme norme juridique. Le second consensus susceptible d'être dégagé touche au caractère juridique de ces normes éminentes. Dans la conception majoritaire, le principe constitue une norme juridique¹⁴⁴. Ce faisant, les principes ne sont pas extérieurs au monde juridique, mais « se développent à l'intérieur même du système de droit dont ils sont une des composantes »¹⁴⁵.

Bien que l'affirmation paraisse relever de la tautologie¹⁴⁶, elle renvoie à la question de la juridicité d'une norme. De nombreux critères ont été avancés pour caractériser cette juridicité, si bien qu'il semble exister autant de définitions de la norme juridique que d'auteurs¹⁴⁷. Certaines idées dominent néanmoins. Ainsi, la conception traditionnelle représente le droit comme un ordre de contrainte¹⁴⁸. Dans le prolongement de cette idée, la sanction est généralement désignée comme le premier critère permettant d'isoler le droit des autres ordres normatifs. Cette présentation est toutefois régulièrement remise en cause. Soulignant que la sanction participe moins de la nature de la règle que de son effectivité¹⁴⁹ ou de ses retombées¹⁵⁰, nombre d'auteurs refusent d'élever la sanction en critère principal de la norme juridique¹⁵¹. De nouvelles théories sont donc venues s'ajouter à cette première conception. Certains courants ont alors érigé la source de la règle en témoin de sa juridicité : appartiendrait au monde du droit la norme d'origine étatique ayant pour fonction de diriger les conduites humaines¹⁵². D'autres ont pu présenter la règle de droit comme un instrument

¹⁴⁴ B. OPPETIT, « Les principes généraux dans la jurisprudence de cassation », *préc.*, p.14 ; G. MARTY, P. RAYNAUD, *Introduction générale à l'étude du droit, op cit.*, n°125 ; A. JEAMMAUD, « La règle de droit comme modèle », *préc.*, n°15 ; D. BUREAU, *Les sources informelles du droit dans les relations privées internationales, op cit.*, n°94 et s. ; N. MOLFESSIS, « La notion de principe dans la jurisprudence de la Cour de cassation », *préc.*, p.705-706 ; J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit, op cit.*, n°69 ; Y.-M. LAITHIER, « Les principes directeurs du droit des contrats en droit comparé », *préc.*, p.410 ; Ph. MALINVAUD, N. BALAT, *Introduction à l'étude du droit*, 23^e éd., LexisNexis, 2023, n°191. L'affirmation vaut également pour le droit des offres publiques, où les principes font partie intégrante de la réglementation (A.-C. MULLER, *Droit financier, op cit.*, n°629).

¹⁴⁵ F. MODERNE, « Légitimité des principes généraux et théorie du droit », *RFDA* 1999, p.722 et s., *spéc.* p.724.

¹⁴⁶ S. CAUDAL, « Rapport introductif », in *Les principes en droit, op cit.*, p.4.

¹⁴⁷ V. les 47 définitions proposées dans le n° spécial de la Revue *Droits* de 1989.

¹⁴⁸ R. Von IHERING, *L'évolution du droit*, 3^e éd., Marescq & Cie, 1901, p.171 ; H. KELSEN, « La validité du droit international », *Recueil des cours de l'Académie de droit international*, La Haye, 1932-IV, p.124 ; *Théorie pure du Droit*, 2^e éd, Dalloz, 1962, p.73-74 ; P. ROUBIER, *Théorie générale du droit. Histoire des doctrines juridiques et philosophie des valeurs sociales*, 2^e éd., Sirey, 1951, n°5.

¹⁴⁹ D. De BECHILLON, *Qu'est-ce qu'une règle de droit ?*, Odile Jacob, 1997, p.61 et p.70.

¹⁵⁰ Autrement dit, une « règle n'est pas juridique parce qu'elle est sanctionnée ; elle est sanctionnée parce qu'elle est juridique » (G. MARTY, P. RAYNAUD, *Droit civil, Introduction générale à l'étude du droit, op cit.*, n°34 ; Adde F. TERRÉ, « Pitié pour les juristes », *RTD Civ.* 2002, p.247 et s., *spéc.* p.248).

¹⁵¹ D. De BECHILLON, *Qu'est-ce qu'une règle de droit ?*, *op cit.*, p.61 et s. ; B. OPPETIT « Le droit hors la loi », *Droits* 1989, p.47 et s., *spéc.* p.49 ; N. MOLFESSIS, « La distinction du normatif et du non-normatif », *RTD Civ.* 1999, p.729 et s., *spéc.* p.734 ; P. AMSELEK, « Les fonctions normatives ou catégories modales », in *Mélanges en l'honneur de Michel Troper*, Dalloz, 2006, p.51 et s. ; « Autopsie de la contrainte associée aux normes juridiques », *op cit.*, p.6.

¹⁵² P. AMSELEK, « Une fausse idée claire : la hiérarchie des normes juridiques » in *Mélanges en l'honneur de Louis Favoreux*, Dalloz, 2007, p.983 et s., *spéc.* p.987 ; D. De BECHILLON, *Qu'est ce qu'une règle de droit, op cit.*, p.69, p.241 et p.250.

de mesure, sorte de modèle de référence déterminant comment les choses doivent être¹⁵³. La présente thèse n'a pas pour ambition de dresser, si tant est qu'il existe, le vrai critère de la juridicité. Les règles méthodologiques posées en amont imposent de retenir la définition la plus largement partagée¹⁵⁴. Malgré les critiques dont elle a pu faire l'objet, force est de constater que la conception traditionnelle de la règle de droit vue comme un énoncé contraignant et sanctionné demeure la plus usitée. Son large emploi dans les manuels juridiques en témoigne¹⁵⁵. Pour les besoins des futurs développements, sera donc désignée par « principe » toute norme considérée comme éminente et dont la méconnaissance est susceptible d'être sanctionnée par la puissance publique.

41. Exclusion des principes extérieurs à l'ordonnement juridique. Retenir ce critère amène en premier lieu à exclure du champ de recherche tout « principe » dénué de caractère juridique. Ainsi, les principes des offres qui feront l'objet des développements à venir ne sauraient être vus comme des principes théologiques, philosophiques, moraux ou économiques¹⁵⁶. Cette exclusion doit néanmoins être précisée. D'abord, et parce que le droit des offres publiques constitue une branche du droit économique, l'éviction des principes économiques ne signifie pas que les rapports entre le droit et l'économie seront ignorés. Une telle exclusion serait contraire à l'exigence de réalité précédemment exposée¹⁵⁷. Ensuite, il conviendra de garder en mémoire que ce critère n'exclut pas que certains principes des offres soient hérités de théories économiques ou de considérations politiques, et qu'ils aient fini, au cours du temps, par intégrer le monde juridique.

Retenir un critère proprement juridique aboutit en second lieu à évincer de l'étude les principes de nature exclusivement doctrinale, qui opèrent seulement une représentation systématique du droit. En effet, et bien qu'un lien extrêmement fort unisse principes et

¹⁵³ A. JEAMMAUD, « La règle de droit comme modèle », D.1990, chron., p.199 ; C. GROULIER, « La distinction de la force contraignante et de la force obligatoire des normes juridiques. Pour une approche duale de la force normative » in *La force normative, naissance d'un concept*, op cit., p.199 ; C. THIBIERGE, « Au cœur de la norme : le tracé et la mesure. Pour une distinction entre normes et règles de droit », APD 2008, p.341.

¹⁵⁴ V. supra n°32.

¹⁵⁵ V. not. H. L. et J. MAZEAUD, F. CHABAS, *Introduction à l'étude du droit*, t.1, 11^e éd., Montchrestien, 1996, n°4 et n°4-4 ; C. ALBIGES, *Introduction au droit*, 3^e éd., Larcier, 2016, n°38 ; P. VOIRIN, G. GOUBEAUX, *Introduction au droit*, 40^e éd., LGDJ, 2020, n°3 ; J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil*, 18^e éd., Sirey, 2020, n°17 ; Ph. MALAURIE, P. MORVAN, *Introduction au droit*, 8^e éd., LGDJ, 2020, n°26 ; Ph. MALINVAUD, N. BALAT, *Introduction à l'étude du droit*, op cit., n°41 ; R. CABRILLAC, *Introduction générale au droit*, 14^e éd., Dalloz, 2021, n°8 ; P. COURBE, J.-S. BERGÉ, *Introduction générale au droit*, 17^e éd., Dalloz, 2021, p.9.

¹⁵⁶ Dans le même sens, excluant ces principes de leur champ d'étude v. J. BOULANGER, « Principes généraux du droit et droit positif », op cit., n°2 ; P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, op cit., n°111 et s.

¹⁵⁷ V. supra n°31.

doctrine¹⁵⁸, les principes simplement didactiques ne sauraient entrer dans le champ des futurs développements, consacrés aux seules règles de droit positif. Les principes étudiés seront des éléments « du langage primaire *du* droit, et non seulement [des] élément[s] d'un langage scientifique *sur* le droit »¹⁵⁹. Évidemment, cette exclusion ne signifie pas qu'aucun principe étudié ci-après ne revêtira de portée pédagogique. La qualité didactique d'un principe n'est pas incompatible avec sa nature juridique ; seule une existence purement doctrinale l'est.

2. Des principes spécifiques aux offres publiques

42. Spécificité des principes. Le second critère d'identification des principes est relatif à leur spécificité. Suivant ce critère, seuls seront étudiés les principes propres à la matière considérée, autrement dit au droit des offres publiques. Ce choix se justifie par l'exigence de simplicité : les principes des offres n'ayant jamais fait l'objet d'une analyse systématique, il apparaît juste de se concentrer sur les principes relatifs à cette matière afin de ne pas complexifier les développements et de ne pas fausser l'analyse en incorporant des corps étrangers. En cas de doute sur le champ d'une étude, c'est la conception restrictive du sujet qui doit l'emporter¹⁶⁰.

43. Signification du critère de spécificité. Une fois ce critère retenu, il faut encore préciser ce que signifie la « spécificité » des principes qui régissent une branche du droit. Pour ce faire, il est possible de transposer le raisonnement élaboré par le doyen Vedel à propos de l'existence d'une discipline juridique¹⁶¹. Pour cet auteur, la spécificité d'une matière apparaît dans deux hypothèses. Elle ressort d'abord à chaque fois que « l'application à une matière des principes généraux et des méthodes de raisonnement empruntés purement et simplement à une discipline existante conduit à des inexactitudes ». Plus subtilement, elle peut aussi se manifester « quand la matière considérée, bien que ne mettant apparemment en œuvre que des principes et des méthodes empruntés à des branches existantes, en fait une sorte de combinaison chimique ayant un caractère de nouveauté »¹⁶². Transposé à la présente étude, le raisonnement conduit à considérer qu'un principe est spécifique à une matière lorsqu'il n'existe qu'au sein de celle-ci, ou que, sans lui être propre, il y produit des

¹⁵⁸ Ph. JESTAZ, Ch. JAMIN, *La doctrine*, Dalloz, 2004, p.228 et s. ; F. ZENATI-CASTAING, « Les principes généraux en droit privé », *op cit.*, p.264.

¹⁵⁹ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°44.

¹⁶⁰ J.-L. BERGEL, « Esquisse d'une approche méthodologique de la recherche juridique », *préc.*, p.1076.

¹⁶¹ G. VEDEL, « Le droit économique existe-t-il ? », in *Mélanges offerts à Pierre Vigreux*, t.2, Travaux et recherches de l'I.P.A.-I.A.E, 1981, p.767.

¹⁶² G. VEDEL, « Le droit économique existe-t-il ? », *op cit.*, p.770.

conséquences originales. Ainsi, seuls les principes qui existent uniquement en droit des offres ou y produisent des effets inédits entreront dans le cadre des futurs développements. Réciproquement, les principes juridiques susceptibles de jouer en période d'offre mais qui y produiraient leurs conséquences habituelles se verront exclus de l'étude¹⁶³. Évidemment, cela ne fera pas obstacle à ce que certaines notions dont le domaine d'action est plus large que celui des offres publiques fassent l'objet d'un examen afin que leur articulation avec les principes propres à cette matière soit exposée.

44. Synthèse. L'ensemble des principes qui feront l'objet des développements à venir partageront donc une filiation commune. Cette unité conceptuelle reposera sur deux attributs partagés : les principes étudiés constitueront de véritables normes juridiques et seront spécifiques au droit des offres publiques.

B. Les attributs propres

45. Annonce. Si l'ensemble des principes étudiés relèveront d'un même genre et partageront à ce titre certains attributs, procéder à leur étude implique encore d'individualiser les deux espèces, ce qui nécessite de dégager les traits distinctifs des principes directeurs (1) et des principes généraux (2).

1. Les critères distinctifs des principes directeurs

Suivant les développements qui précèdent, il est acquis que les principes directeurs qui feront l'objet de l'étude constitueront des normes juridiques propres aux offres publiques¹⁶⁴. Il faut maintenant arrêter les critères distinctifs de cette catégorie. Pour ce faire, et conformément à l'exigence de généralité, il convient de partir des éléments habituellement

¹⁶³ Par exemple, si l'exigence de bonne foi régit le comportement de deux individus qui décident de contracter en période d'offre, cela n'en fait pas pour autant un principe des offres, sauf à produire des conséquences particulières dans ce contexte.

¹⁶⁴ Si la plupart des auteurs s'accordent sur le caractère juridique des principes directeurs, le consensus n'est pas entier pour autant. Dans sa thèse de doctorat, Madame Marie-Claude Najm considère que son objet d'étude, à savoir les principes directeurs du droit international privé, « ne sont pas eux-mêmes des éléments du droit positif » (M.-C. NAJM, *Principes directeurs du droit international privé et conflit de civilisations*, *op cit.*, n°33). L'auteur nuance toutefois sa position en considérant que s'ils sont extérieurs à l'ordre juridique, ces principes directeurs ont une prétention normative et font partie « du droit positif en puissance » (*ibid*, n°52). Cette position peut, à certains égards, être rapprochée de celle de Monsieur Antoine Jeammaud, qui voit dans les principes directeurs des méta-normes (A. JEAMMAUD, « De la polysémie du terme « principe » dans les langages du droit et des juristes », *op cit.*, p.57). Optant pour une position plus extrême, un auteur va jusqu'à considérer que l'adjectif « directeur » dissout la normativité des principes (P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°568).

retenus par la communauté des juristes¹⁶⁵. Deux critères cumulatifs ressortent des travaux consacrés aux principes directeurs.

46. Choix d'un critère formel : la désignation des principes directeurs. Le premier est d'ordre formel. En effet, est couramment considéré comme directeur le principe formellement désigné comme tel par le législateur, la jurisprudence ou la communauté doctrinale¹⁶⁶. C'est le cas, par exemple, des principes directeurs du Code de procédure civile, qualifiés de directeurs par le chapitre ouvrant ce Code. À ces principes directeurs du fait de la loi s'ajoutent ceux désignés ainsi par la doctrine. Comme le relève à juste titre un auteur : « L'expérience des principes directeurs doit préserver d'un *a priori* fallacieux qui consisterait à croire que lorsque le Droit fait appel à des principes directeurs, il l'énonce toujours de façon explicite dans les textes. Il ne faut donc pas se passer des apports de la doctrine ; cette dernière est essentielle à leur développement »¹⁶⁷. Il est alors des principes qui se voient qualifiés de directeurs par le seul travail doctrinal. C'est le cas des principes du procès pénal, qualifiés de « généraux » par le Code de procédure pénale, mais rebaptisés « directeurs » par les auteurs¹⁶⁸, des articles préliminaires du Code de justice administrative¹⁶⁹, ou encore des articles 1102 à 1104 du Code civil, dont la version définitive ne mentionne plus le caractère directeur¹⁷⁰, mais qui continuent à être désignés ainsi en doctrine¹⁷¹.

47. Insuffisance du critère formel. Si ce premier élément permet de procéder à une délimitation objective du champ d'étude, il ne peut toutefois constituer l'unique élément d'identification des principes directeurs. En effet, retenir ce seul critère exposerait la démarche à un risque important d'arbitraire. Aussi précis soit-il, le critère formel se limite

¹⁶⁵ Sur l'exigence de généralité v. *supra* n°32.

¹⁶⁶ J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit*, *op cit.*, n°86.

¹⁶⁷ S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, *op cit.*, note n°90.

¹⁶⁸ F. DESPORTS, L. LAZERGES-COUSQUER, *Traité de procédure pénale*, 4^e éd., Economica, 2015, n°222 et s. ; E. VERGÈS, « Principes directeurs du procès pénal. Origine et force normative des principes directeurs », *Jur. class. proc. pénale*, LexisNexis, 2019, n°1 ; C. AMBROISE-CASTÉROT, Ph. BONFILS, *Procédure pénale*, 4^e éd., PUF, 2022, n°218 et s. ; B. BOULOC, *Procédure pénale*, 28^e éd., Dalloz, 2022, n°107 et s. ; S. GUINCHARD, J. BUISSON, *Procédure pénale*, 15^e éd., LexisNexis, 2022, n°359 et s.

¹⁶⁹ M. GUYOMAR, B. SEILLER, *Contentieux administratif*, 6^e éd., Dalloz, 2021, n°715 et s.

¹⁷⁰ L'adjectif figurait dans l'avant-projet de la chancellerie de juillet 2008 qui renfermait un chapitre intitulé « Principes directeurs », sur lequel v. A. GHOZI, Y. LEQUETTE, « La réforme du droit des contrats : brèves observations sur le projet de la chancellerie », D.2008, p.2609, *spéc.* n°5 et s. Le rapport au Président de la République qui accompagne l'ordonnance explique l'abandon de la qualification de principe directeur. Il vise à éviter que ces notions soient prises pour « des règles de niveau supérieur à celles qui suivent et sur lesquelles les juges pourraient se fonder pour justifier un interventionnisme accru » alors qu'il s'agit en vérité « de principes destinés à faciliter l'interprétation de l'ensemble des règles applicables au contrat, et au besoin à en combler les lacunes » (Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n°2016-131 du 10 févr. 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations).

¹⁷¹ V. not. Ph. MALAURIE, L. AYNÈS, Ph. STOFFEL-MUNCK, *Droit des obligations*, 12^e éd., LGDJ, 2022, n°265 et s. ; M. FABRE-MAGNAN, *Droit des obligations*, t.1, 6^e éd., PUF, 2021, n°100 et s.

aux apparences, et peut donc aboutir à considérer comme directrices une pluralité de normes juridiques que rien ne rassemble, si ce n'est un vocable prétendument commun. Outre son caractère sur-inclusif, le critère est également délicat à manier : l'histoire montre que les qualificatifs formels employés par le législateur pour désigner les principes sont parfois interchangeable¹⁷². Il apparaît donc nécessaire d'adjoindre à ce premier critère un critère matériel qui en corrigera les errements.

48. Adjonction d'un critère matériel : le rayonnement des principes directeurs. Destiné à compléter et à corriger les imperfections du critère formel, le second critère doit se cumuler à lui, et non lui succéder¹⁷³. Pour le fixer, il faut de nouveau se rapporter aux travaux relatifs aux principes et au sens qu'on attribue communément à l'adjectif « directeur ». Pris dans son sens traditionnel, est directeur ce qui « dirige »¹⁷⁴, « qui conduit »¹⁷⁵, qui indique une « direction »¹⁷⁶. La majorité de la doctrine considère que le principe directeur est celui qui imprime une direction à une réglementation donnée¹⁷⁷, qui en fixe les orientations¹⁷⁸ et en guide l'application¹⁷⁹. Les principes directeurs sont habituellement présentés comme des normes dotées d'un caractère transversal, qui influent sur l'ensemble des règles d'une branche du droit et guident l'organe chargé de les interpréter¹⁸⁰. Les principes directeurs animent l'esprit d'un droit, lui donnent sa coloration. Accolé aux principes, l'adjectif « directeur » désigne donc les principes dotés d'une grande force de rayonnement¹⁸¹.

49. Expressions du rayonnement d'une norme. S'il est possible d'ériger le rayonnement en critère matériel d'identification des principes directeurs, un obstacle

¹⁷² Une comparaison entre l'ord. n°85-1181 du 13 nov. 1985 *relative aux principes directeurs du droit du travail et à l'organisation et au fonctionnement de l'inspection du travail et des tribunaux du travail en Nouvelle Calédonie et dépendances*, et la loi n°86-845 du 17 juill. 1986 *relative aux principes généraux du droit du travail et à l'organisation et au fonctionnement de l'inspection du travail et des tribunaux du travail en Polynésie française* l'illustre. En effet, alors que les dispositions de ces deux textes sont identiques sur de très nombreux points, l'ordonnance comporte un livre premier intitulée « principes directeurs du droit du travail » que la loi désigne elle sous le vocable de « principes généraux du droit du travail ».

¹⁷³ Dans le même sens v. P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°409.

¹⁷⁴ V. « directeur » in *Le petit Robert de la langue française*, 2016.

¹⁷⁵ V. « directeur », in *Le petit Larousse illustré*, 2016.

¹⁷⁶ V. « directif », in *Le petit Robert de la langue française*, *op cit.*

¹⁷⁷ J. BOULANGER, « Principe généraux du droit positif et droit positif », *op cit.*, n°6 ; Ph. DUPICHOT, « Les principes directeurs du droit français des contrats », *préc.*, n°2.

¹⁷⁸ R. KHORIATY, *Les principes directeurs du droit des contrats*, *op cit.*, n°6 ; P. DEUMIER, *Introduction générale au droit*, *op cit.*, n°15.

¹⁷⁹ G. CORNU, « Les principes directeurs du procès civil par eux-mêmes (Fragments d'un état des questions) », *op cit.*, p.85 ; N. BALAT, *Essai sur le droit commun*, préf. M. Grimaldi, LGDJ, 2016, n°508.

¹⁸⁰ J. NORMAND, « Principes directeurs du procès », in *Dictionnaire de la justice*, (dir.) L. Cadiet, PUF, 2004, p.1039.

¹⁸¹ V. « directeur », in *Vocabulaire juridique*, *op cit.* Après avoir remarqué que les principes directeurs du procès civil n'ont qu'une valeur réglementaire, le dictionnaire souligne qu'ils ont hérité du mot directeur en raison de leur « rayonnement » ; Adde M. GOUBINAT, *Les principes directeurs du droit des contrats*, *op cit.*, n°14 et n°37.

demeure. Il réside dans le caractère difficilement mesurable du rayonnement d'une norme. Deux éléments, d'inégale importance, permettent toutefois d'établir la mesure.

Le premier, déterminant, est d'ordre quantitatif. Le rayonnement d'un principe peut en effet se mesurer à la quantité de règles qui en constituent l'expression. Parce qu'un principe directeur règne sur une branche juridique donnée, il doit être à l'origine d'un nombre particulièrement important d'occurrences normatives, et constituer la source de la plupart des règles qui n'en sont que des déclinaisons particulières. Ainsi, et pour ne prendre que le droit des contrats pour exemple, si la liberté contractuelle, la force obligatoire et la bonne foi sont considérées comme les principes directeurs de la matière¹⁸², c'est avant tout parce que ces notions sont à même d'expliquer la quasi-totalité des règles qui régissent cette branche du droit. Les principes directeurs des offres devront dès lors revêtir cette même ubiquité, ce même caractère transcendant, et être à même d'abriter en leur sein l'arsenal réglementaire des offres.

Un autre instrument contribue également à apprécier le rayonnement d'une norme : il tient à la temporalité de celle-ci, à sa force d'inertie¹⁸³. Parce que les principes directeurs sont liés aux finalités poursuivies par la branche du droit qu'ils dirigent, ils sont habituellement dotés d'une certaine longévité, d'une permanence. Les principes directeurs sont reconnaissables à leur âge : ils sont les vieillards qui guident encore et toujours l'application d'un droit¹⁸⁴. Bien que cet indice constitue une aide précieuse pour identifier un principe directeur et sa force de rayonnement, il reste cependant moins fiable que le précédent. Il est en effet possible de rencontrer de nouveaux principes directeurs issus d'un brusque changement de politique juridique. L'ancrage temporel n'est dès lors qu'un indice qui ne doit en aucun cas être érigé en élément autonome conditionnant la qualification d'une norme en principe directeur¹⁸⁵.

50. Synthèse. Pour la présente étude, seront ainsi considérés comme directeurs les principes désignés comme tels par la loi, la jurisprudence ou la doctrine, et dotés d'une grande force de rayonnement qui s'exprime par le nombre particulièrement important de règles juridiques qui en sont l'expression et, éventuellement, par une certaine longévité.

¹⁸² Ph. DUPICHOT, « Les principes directeurs du droit français des contrats », *préc.*, n°9 et s. ; M. GOUBINAT, *Les principes directeurs du droit des contrats*, *op cit.*

¹⁸³ Sur la force d'inertie des principes, v. E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, *op. cit.*, n°233 et s.

¹⁸⁴ G. RIPERT, *Les forces créatrices du droit*, *op cit.*, n°133.

¹⁸⁵ Dans le même sens v. S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, *op cit.*, n°84.

2. Les critères distinctifs des principes généraux

Les critères d'identification des principes directeurs définis, il reste désormais à fixer ceux permettant de détecter la présence des principes généraux des offres. Pour y parvenir, il faut de nouveau partir des traits généralement attribués par la doctrine au concept de principe général, et s'en départir seulement pour d'impérieuses raisons. Or, bien que l'appellation de « principe général du droit » soit devenue extrêmement courante, force est de constater la grande variété des définitions qui lui sont attribuées. Confrontés à cette diversité, certains auteurs ont considéré que l'expression ne désignait finalement rien¹⁸⁶, qu'elle ne correspondait à aucune réalité juridique tangible¹⁸⁷, et qu'il fallait par conséquent repenser la notion de principe général à partir de critères nouveaux¹⁸⁸. Malgré l'absence d'unanimité, la majorité des auteurs considère néanmoins que les traits propres aux principes généraux du droit résident dans leur haut degré de généralité et leur caractère non écrit¹⁸⁹. Ces deux critères constitueront donc le point de départ des réflexions. L'exigence de réalité amènera néanmoins à les écarter.

51. Exclusion du caractère non écrit des principes généraux. Le premier élément de définition du principe général résiderait dans son caractère non écrit. Élaborés par le juge, les principes généraux sont avant tout une œuvre prétorienne¹⁹⁰. Fruit de la jurisprudence, le principe général serait donc non écrit. Plus encore, il serait rétif à toute consécration législative et perdrait sa qualité de principe s'il venait à incorporer le giron de la loi¹⁹¹. Si ces affirmations reposent indiscutablement sur une part de vérité en ce que les principes ont été initialement dégagés par le juge, l'on ne saurait toutefois y souscrire entièrement. Il est en effet douteux que la simple proclamation d'un principe général au sein du droit écrit suffise à emporter déchéance de sa nature première. Une norme peut tout à fait être portée par deux sources distinctes qui conservent chacune leur autonomie et leur spécificité. Comme le relève Madame Léna Gannagé, un principe peut alors être consacré par un texte et conserver dans le même temps sa nature de principe général¹⁹². Plusieurs auteurs admettent d'ailleurs sans

¹⁸⁶ M. De BECHILLON, *La notion de principe général en droit privé*, *op cit.*, p.277.

¹⁸⁷ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°105.

¹⁸⁸ E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, *op cit.*, n°8.

¹⁸⁹ Dans le même sens v. D. BUREAU, *Les sources informelles du droit dans les relations privées internationales*, *op cit.*, n°71 ; M. GOUBINAT, *Les principes directeurs du droit des contrats*, *op cit.*, n°155.

¹⁹⁰ P. De MONTALIVET, « Contribution à l'élaboration d'une taxinomie juridique. Les catégories de normes, entre genres et espèces », in *Mélanges en l'honneur de Michel Verpeaux*, Dalloz, 2020, p.415 et s., *spéc.* p.422.

¹⁹¹ B. JEANNEAU, « La nature des principes généraux du droit en droit français », *op cit.*, p.204 ; Ph. MALINVAUD, « Le pouvoir judiciaire au XXI^{ème} siècle », in *Mélanges en l'honneur de Michel Grimaldi*, LGDJ, 2020, p.653 et s., *spéc.* p.657.

¹⁹² L. GANNAGÉ, *La hiérarchie des normes et les méthodes du droit international privé. Étude de droit international privé de la famille*, préf. Y. Lequette, LGDJ, 2001, n°74.

détours qu'un principe général puisse intégrer le giron de la loi sans perdre sa qualité¹⁹³, et qu'au côté des principes généraux non écrits, existent des « principes écrits » de même nature¹⁹⁴. Il est même parfois soutenu que la consécration législative d'une construction jurisprudentielle puisse élever celle-ci au rang de principe général¹⁹⁵.

52. Inclusion d'un critère formel : la désignation des principes généraux. Retenir le caractère non écrit comme trait distinctif des principes généraux n'apparaît donc pas opportun. Ce critère, trop restrictif, doit être corrigé. Afin d'élargir son assiette et permettre la prise en compte de principes écrits comme non écrits, il convient de lui substituer un autre critère formel, identique à celui arrêté pour les principes directeurs. Pour la présente étude, seront donc considérés comme principes généraux ceux expressément qualifiés comme tels par la doctrine, la jurisprudence ou la loi au sens large¹⁹⁶. Mais de la même façon que ce critère n'a pas été jugé suffisant pour procéder à la détermination des principes directeurs des offres, il ne saurait l'être s'agissant des principes généraux. La part d'artifice qui accompagne la sélection faite seulement à partir d'un élément formel suffit à s'en persuader¹⁹⁷. Un critère matériel doit lui être adjoind.

53. Adjonction d'un critère matériel. Pour déterminer ce second critère, il est nécessaire de partir du critérium de généralité, habituellement retenu en doctrine pour distinguer la règle du principe général. Suivant cette analyse, le trait distinctif des principes généraux résiderait dans leur degré de généralité, qui serait supérieur à celui qui s'attache aux règles de droit¹⁹⁸. Alors qu'une règle juridique serait à la fois générale et spéciale en tant qu'elle est établie pour un nombre indéterminé d'actes ou de faits déterminés, un principe

¹⁹³ J. BOULANGER, « Principe généraux du droit positif et droit positif », *op cit.*, n°22 ; G. VAN DER MEERSCH, « Propos sur le texte de la loi et les principes généraux du droit », *Journal des tribunaux* 17 oct. 1970, p.557 et s., *spéc.* p.568 ; M. De BECHILLON, *La notion de principe général en droit privé*, *op cit.*, p.40 ; M. DELMAS-MARTY, *Pour un droit commun*, Seuil, 1994, p.85 ; P. MORVAN, « Les visas de principes dans la jurisprudence de la Cour de cassation : inventaire d'un droit "hors-la-loi" », *LPA* 8 juin 2005, p.5, *spéc.* n°6 ; Ph. JESTAZ, *Les sources du droit*, *op cit.*, p.24 ; J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit*, *op cit.*, n°72 ; A. JEAMMAUD, « De la polysémie du terme « principe » dans les langages du droit et des juristes », *op cit.*, p.73 ; F. ZENATI-CASTAING, « Les principes généraux en droit privé », *op cit.*, p.257 ; J. GHESTIN, H. BARBIER, J.-S. BERGÉ, *Introduction générale*, t.1, 5^e éd., LGDJ, 2018, n°729.

¹⁹⁴ J. WROBLEWSKI, « Principes du droit », in *Dictionnaire encyclopédique de théorie et sociologie du droit*, (dir.) A.-J. Arnaud, 2^e éd., LGDJ, 1993, p.475.

¹⁹⁵ Pour une analyse semblable à propos du principe de bonne foi en droit des contrats v. S. TISSEYRE, « La bonne foi : un principe prophylactique », in *Mélanges en l'honneur de Corinne Saint Alary Houin*, LGDJ, 2020, p.553 et s., *spéc.* p.556.

¹⁹⁶ Pour des travaux sur les principes généraux optant également pour un critère formel v. H. P. SAK, *Les principes généraux du droit dans le raisonnement justificatif du juge civil*, *op cit.*, p.63 et p.79-80. ; M. De BECHILLON, *La notion de principe général en droit privé*, *op cit.*, p.29.

¹⁹⁷ V. *supra* n°47.

¹⁹⁸ V. not. J. BOULANGER, « Principe généraux du droit positif et droit positif », *op cit.*, n°5 ; D. BUREAU, *Les sources informelles du droit dans les relations privées internationales*, *op cit.*, n°68 et s. ; P. HAMMJE, *La contribution des principes généraux à la formation du droit international privé*, *op cit.*, n°244 ; J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit*, *op cit.*, n°75 ; F. ZENATI-CASTAING, « Les principes généraux en droit privé », *op cit.*, p.257 ; J. GHESTIN, H. BARBIER, J.-S. BERGÉ, *Introduction générale*, *op cit.*, n°728.

serait au contraire doublement général en ce qu'il comporterait une série indéfinie d'applications¹⁹⁹. Ce critère de généralité se révèle pourtant impossible à mesurer²⁰⁰, et sous certains aspects, stérile²⁰¹. Il n'est en outre pas conforme au droit positif qui connaît des principes qualifiés de généraux alors qu'ils sont dotés d'effets circonscrits à une seule branche du droit²⁰². De nouveau donc, les exigences méthodologiques impliquent d'amender ce critère.

54. Le critère matériel d'extra-légalité des principes généraux. Prolongeant l'idée de généralité, il est possible de considérer que la particularité des principes généraux réside dans leur extra-légalité, c'est-à-dire leur capacité à produire des conséquences juridiques en dehors des sentiers de la loi. Les principes généraux constitueraient des outils autonomes d'élaboration du droit. Si ce critère a été principalement développé par Monsieur Patrick Morvan dans sa thèse de doctorat, où l'auteur observe que le propre des principes est de déborder des prévisions de la loi²⁰³, il apparaît également sous la plume d'autres auteurs. Le doyen Roubier soulignait déjà que les principes généraux du droit avaient le pouvoir de légitimer des situations juridiques *extra-legem*²⁰⁴. Des ouvrages mentionnent également que les principes généraux constituent une source « autonome » de droit positif²⁰⁵. Un auteur relève enfin que les principes généraux constituent un mode original de création du droit positif et produisent des conséquences en marge du droit écrit²⁰⁶. Suivant ces analyses, les normes produites par les principes dépassent les prévisions de la règle écrite. Les principes généraux secondent la loi et la complètent. Ils sont en ce sens dotés d'un caractère extra-légal. Ce caractère sera dès lors retenu comme critère d'identification des principes généraux des offres.

55. Précisions autour du caractère extra-légal des principes. Deux précisions doivent être apportées afin de prévenir toute confusion quant à la signification exacte de l'extra-légalité des principes généraux.

¹⁹⁹ J. BOULANGER, « Principe généraux du droit positif et droit positif », *op cit.*, n°5.

²⁰⁰ G. RIPERT, *Les forces créatrices du droit*, *op cit.*, n°134 ; S. CAUDAL, « Propos introductif », *op cit.*, p.7-8 ; D. De BECHILLON, *Qu'est-ce qu'une règle de droit ?*, *op cit.*, p.30.

²⁰¹ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°316 et s.

²⁰² V. par ex. les principes généraux du droit auteur et du droit fiscal (P.-Y. GAUTIER, *Droit de la propriété littéraire et artistique*, LGDJ, 2021, n°33 ; P. SERLOOTEN, O. DÉBAT, *Droit fiscal des affaires*, 20^e éd., Dalloz, 2021, n°32 et s.).

²⁰³ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°411.

²⁰⁴ P. ROUBIER, *Droit subjectif et situations juridiques*, Dalloz, 1963, p.245.

²⁰⁵ G. MARTY, P. RAYNAUD, *Introduction générale à l'étude du droit*, *op cit.*, n°125 ; P. HAMMJE, *La contribution des principes généraux à la formation du droit international privé*, *op cit.*, n°315 et s.

²⁰⁶ A. JAKAB, « Principes », *préc.*, p.402.

Il importe d'abord de relever que cette extra-légalité est entièrement compatible avec le critère formel dégagé précédemment. En effet, un principe peut parfaitement avoir une assise textuelle et demeurer extra-légal dès lors que ses conséquences ne s'épuisent pas dans les prévisions de la loi. Un texte légal ou réglementaire peut ainsi énoncer un principe général sans lui conférer toute la portée qui lui est reconnue lors de ses applications contentieuses.

Il convient ensuite de préciser que l'extra-légalité des principes ne signifie pas qu'ils sont nécessairement *contra legem*. Si pour certains auteurs, les principes généraux ont pour action première de nier l'autorité du droit écrit²⁰⁷, tout dépend en réalité de la conception que l'on retient de l'ordre juridique²⁰⁸. Deux positions sont concevables. La première est de penser l'ordre juridique positif comme complet. Cette conception implique de considérer que lorsqu'une conduite n'est pas prescrite, y contrevenir est nécessairement autorisé. Suivant cette analyse, les principes généraux, parce qu'ils imposent des contraintes que ne prévoit pas le droit écrit, produisent des effets *contra legem*. Une seconde approche est néanmoins envisageable. Elle repose sur la complétude potentielle du système juridique²⁰⁹. Selon cette position, les principes ne jouent plus contre la loi, mais en complément d'elle ; ils comblent ses insuffisances et fournissent une solution cohérente aux situations exceptionnelles. L'analyse peut d'ailleurs prendre appui sur l'article 4 du Code civil : si le juge ne peut refuser de statuer sous prétexte de l'insuffisance de la loi, c'est certainement parce que le droit ne se confond pas avec les règles écrites et qu'il peut résider ailleurs, par exemple dans les principes généraux²¹⁰. Cette conception semble d'ailleurs avoir les faveurs de la doctrine, qui présente habituellement les principes généraux comme des instruments permettant de pallier l'incapacité naturelle des normes écrites à saisir l'ensemble des comportements répréhensibles²¹¹. C'est donc celle que la présente étude retiendra.

56. Synthèse. Dûment justifiés, les deux critères formel et matériel amènent à qualifier de « principe général » les normes qui sont expressément désignées comme telles par la doctrine, la loi ou la jurisprudence et qui revêtent un caractère extra-légal.

57. Conclusion de Section. Particulièrement élastiques, les principes constituent des instruments juridiques aussi précieux que redoutables. Le brouillard entourant la notion de

²⁰⁷ P. MORVAN, *Le principe de droit privé, op cit.*, n°590 et s.

²⁰⁸ Pour une revue des explications théoriques de la complétude du droit v. R. GUASTINI, « Théorie et ontologie du droit chez Dworkin », *Droit et société* 1986, p.15, *spéc.* n°4.

²⁰⁹ F. MODERNE, « Légitimité des principes généraux et théorie du droit », *préc.*, p.730.

²¹⁰ Dans le même sens B. OPPETIT, « Les principes généraux dans la jurisprudence de cassation », *préc.*, p.16.

²¹¹ J. BOULANGER, « Principes généraux du droit et droit positif », *op cit.*, n°16-17 ; P. DEUMIER, *Introduction générale au droit, op cit.*, n°16 ; J. GHESTIN, H. BARBIER, J.-S. BERGÉ, *Introduction générale, op cit.*, n°733.

« principe » a conduit à élaborer une méthode permettant de définir précisément l'objet de l'étude. Fondée sur une triple exigence de réalité, de simplicité et de généralité, la méthode employée a permis de classer les principes au sein de deux catégories distinctes : les principes directeurs et les principes généraux. Elle a également permis de dégager les éléments de définition communs et propres à chaque catégorie. Il apparaît ainsi que si les principes directeurs et les principes généraux constituent des normes juridiques considérées comme particulièrement importantes par la communauté des juristes, ils ne sauraient néanmoins être confondus. Dotés d'une importante force de rayonnement, les principes directeurs sont à la source d'un nombre particulièrement important de règles techniques qui en constituent la traduction. Pourvus d'un caractère extra-légal, les principes généraux produisent des conséquences extérieures aux prévisions de la loi et assurent la complétude d'une branche du droit. L'objet d'étude ainsi précisé, il reste désormais à présenter les particularités de la branche du droit au sein de laquelle les principes seront recherchés.

Section 2. Le domaine de l'étude : les offres publiques

58. Annonce. Étudier un pan du droit implique d'exposer au préalable les soubassements sur lesquels il s'établit. Les offres publiques étant à la fois une technique financière et une réglementation, introduire le domaine de la présente étude exige de présenter aussi bien l'opération de marché que constitue l'offre publique (§1), que les règles édictées pour en assurer le bon déroulement (§2).

§1. Les opérations d'offres publiques

59. Annonce. Avant de constituer une procédure standardisée encadrée par des règles juridiquement contraignantes, l'offre publique constitue une technique financière (I) dont l'intérêt est pour le moins controversé (II).

I. Une technique financière

60. Définition de l'offre publique. Paradoxalement, l'offre publique ne se trouve définie par aucun texte de droit français. Si le Code monétaire et financier habilite l'AMF à fixer les règles « relatives aux offres publiques », il ne précise pas en quoi consistent ces

opérations²¹². De même, la sous-section du Règlement général de l'AMF qui ambitionne de définir les notions propres à cette opération de marché se contente de qualifier les différents protagonistes appelés à y participer et de préciser les différentes périodes temporelles qui se succèdent lors du lancement de l'opération²¹³. Il n'en a pas toujours été ainsi. On trouve en effet trace d'une définition au sein de l'ancien Règlement de la COB, qui qualifiait d'offre publique la procédure permettant « à une personne physique ou morale de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir ou de céder tout ou partie des titres d'une société inscrits à la cote officielle, à la cote du second marché ou négociés sur le marché hors cote d'une bourse de valeurs »²¹⁴. Désormais disparue, cette définition a été pour partie reprise par la directive OPA, qui pose que l'offre publique constitue l'opération par laquelle il est proposé aux détenteurs des titres d'une société d'acquérir leurs titres avec pour objectif de prendre le contrôle de la société visée²¹⁵. La définition européenne révèle ainsi que les offres publiques constituent avant tout des techniques financières de prise de contrôle²¹⁶. Cette finalité traditionnelle ne donne toutefois qu'une vue partielle de cette opération de marché, qui ne saurait se résumer aux opérations d'acquisition du contrôle. En effet, plusieurs offres prévues en droit français permettent aux actionnaires minoritaires d'une société cotée d'imposer le rachat de leurs titres à un actionnaire déjà majoritaire²¹⁷. Un actionnaire qui détient préalablement le contrôle d'une société cotée est de la même façon susceptible de lancer une offre sur les titres de cette société²¹⁸. Aussi l'offre publique est-elle plus largement définie en doctrine comme l'opération par laquelle une personne s'engage publiquement et de façon irrévocable à acquérir tout ou partie du capital et des droits de vote d'une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé²¹⁹.

61. Typologie des offres publiques²²⁰. À partir de cette définition générale, une typologie des offres publiques peut être établie, en distinguant selon les finalités poursuivies

²¹² Art. L.433-1 I. Code mon. fin.

²¹³ Art. 231-2 RG AMF.

²¹⁴ Art. 1 anc. Règl. COB n°89-03.

²¹⁵ Art. 2 Dir. 2004/25/CE, *préc.*

²¹⁶ A. COURET, G. HIRIGOYEN, *Les OPA*, Que sais-je, 1992, p.5.

²¹⁷ Art. 236-1, 236-5 et 236-6 RG AMF

²¹⁸ Art. 233-1 1° et 2° RG AMF.

²¹⁹ H. De VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, *op cit.*, n°781 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°20 ; D. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *préc.*, n°54 ; A.-C. MULLER, *Droit financier*, *op cit.*, n°652.

²²⁰ Pour une précédente typologie réalisée en doctrine v. O. DOUVRELEUR, « Offres publiques : typologies et caractères », in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.337.

par l'initiateur, la contrepartie offerte, le caractère forcé ou volontaire de l'opération, son résultat, son caractère sollicité ou non, et selon qu'elle donne lieu ou non à une compétition.

Une première distinction peut être opérée selon les buts poursuivis par l'initiateur de l'offre. L'opération peut d'abord être une pure offre d'acquisition et viser à prendre une participation majoritaire ou minoritaire au sein de la société cible²²¹. Elle peut ensuite avoir pour objectif de fermer le capital d'une société, en consolidant une participation déjà majoritaire au sein de celle-ci²²², ou en proposant aux actionnaires minoritaires de se retirer afin de procéder au retrait de la cote de la société visée²²³. Enfin, lorsqu'elle prend la forme d'une offre publique d'échange, l'opération peut constituer un moyen original de restructuration des dettes sociales²²⁴.

Il est aussi possible d'ordonner les offres publiques selon qu'elles revêtent un caractère volontaire ou forcé. En effet, alors que la majorité des offres publiques sont librement initiées et que les destinataires ne sont pas tenus d'y répondre positivement, différentes situations peuvent conduire à imposer le dépôt d'une offre publique²²⁵, ou à obliger les destinataires de l'offre à y apporter leurs titres²²⁶.

Les offres publiques peuvent également être distinguées selon la contrepartie offerte aux destinataires. Cette contrepartie peut consister soit en un règlement en numéraire, on parlera alors d'offre publique d'achat ; soit en des titres émis ou à émettre, on sera alors en présence d'une offre publique d'échange ; soit en une combinaison variable de ces deux types de rémunération, catégorie hybride d'offres qui pourront, selon l'option choisie, être qualifiées d'offre alternative, d'offre mixte ou d'offre principale assortie d'une offre alternative²²⁷.

D'autres distinctions sont encore concevables. Il est possible de différencier l'offre qui connaît une suite positive de celle qui est déclarée sans suite, cette dernière hypothèse visant le cas dans lequel l'initiateur n'a pas réussi à détenir, à la clôture de son offre, une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée supérieure à 50 %²²⁸. En outre, et bien que cela n'entraîne directement aucune différence de régime, les offres peuvent aussi être

²²¹ Art. 231-6 et 233-1 3° RG AMF.

²²² Art. 233-1 1° RG AMF.

²²³ Art. 236-1 et s. RG AMF.

²²⁴ Th. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010, n°745.

²²⁵ Art. 234-2 et 234-5 RG AMF.

²²⁶ Art. 237-1 et s. RG AMF.

²²⁷ Art. 231-8 RG AMF.

²²⁸ Art. 231-9 RG AMF.

séparées en deux catégories : les offres jugées hostiles par la direction de la société visée²²⁹, et celles qui, au contraire, sont jugées amicales parce que sollicitées²³⁰.

Enfin, une dernière distinction peut être opérée selon que l'opération donne lieu à une compétition entre plusieurs initiateurs qui visent tous à acquérir le contrôle de la cible, ou qu'elle se déroule en dehors de toute concurrence, soit parce que l'offre porte sur les titres d'une société dont le contrôle n'est convoité que par un seul, soit parce que l'initiateur détient déjà la majorité du capital de la société, ce qui exclut de fait toute compétition.

II. Une technique controversée

62. Annonce. Malgré le nombre important d'offres déposées chaque année en France²³¹, les offres publiques demeurent controversées. Une réelle bipolarisation du débat entoure ces opérations. Il oppose les tenants d'une vision libérale, qui militent pour le développement de ces opérations de marché, aux adeptes d'une forte régulation, qui souhaitent en limiter le nombre²³². Ces positions, *a priori* extérieures au monde juridique, ont néanmoins une influence sur les choix opérés par le législateur français²³³. Il importe dès lors de s'arrêter sur les controverses théoriques (A) et empiriques (B) qui entourent les offres publiques.

²²⁹ Sur lesquelles v. D. COHEN, « Vers la fin des offres publiques hostiles ? » in *Mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, p.125.

²³⁰ La distinction influe néanmoins sur la probabilité qu'une mesure de défense soit déployée par la société visée. Sur ces mesures v. *infra* n°527 et s.

²³¹ Si le nombre d'offres déposées ces cinq dernières années s'établit à une trentaine par an, il a néanmoins beaucoup varié. À l'aide des recensions opérées par l'Autorité de marché (COB, *Rapport annuel 1970-2002* ; AMF, *Rapport annuel 2003-2022*) et par plusieurs entreprises privées, (Ricol Lasteyries, *Observatoires des offres publiques*, 2009-2015 ; Ernest Young, *Observatoires des offres publiques 2016-2022*), il est possible de constater que seule une vingtaine d'offres publiques ont été déposées au cours des années 1970-1980, et qu'une très forte croissance a ensuite eu lieu jusqu'au début des années 2000, où chaque année, plus d'une centaine d'offres étaient initiées. Ce niveau n'a plus jamais été atteint depuis. La moyenne annuelle d'offres publiques est tombée à 70 entre 2000 et 2010, puis a chuté à 38 entre 2011 et 2021.

²³² M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain, De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, (dir.) H. Muir Watt, Paris I, 2007, n°12 ; « Faut-il adopter un cadre juridique propice au développement des offres publiques d'acquisition ? Le point de vue de l'analyse économique du droit », *Cah. dr. entr.* nov. 2014, doss. 35.

²³³ V. not. C. VALTER, *Rapport A.N.* n°1283, 17 juill. 2013, p.26 et s.

A. Les controverses théoriques

63. Les avantages théoriquement attachés aux opérations d'offres publiques. Les offres publiques sont souvent présentées comme avantageuses pour l'ensemble des parties en présence. Elles seraient d'abord conformes aux intérêts des actionnaires de la société en ce qu'elles permettraient de réaliser d'importantes plus-values. De plus, le simple risque qu'une offre soit déposée sur les titres d'une société inciterait les dirigeants à assurer une gestion sociale conforme aux intérêts des actionnaires, en leur délivrant une information complète et en distribuant des dividendes pour s'assurer de leur fidélité²³⁴. La crainte que l'opération suscite contribuerait ainsi à mettre fin à la « grande illusion » des actionnaires²³⁵ en remettant ces derniers au centre des préoccupations des dirigeants²³⁶. L'offre publique, parce qu'elle constitue un outil de développement et de croissance externe, servirait également les intérêts de l'initiateur²³⁷. L'opération serait en outre conforme aux intérêts de la société visée en ce qu'elle désignerait le marché, arbitre présumé neutre, pour décider de l'avenir de la gestion sociale²³⁸. Enfin, les offres publiques seraient réputées bonnes pour l'économie. À un niveau systémique, elles constitueraient un processus de sélection par le marché des sociétés les plus compétitives, réduiraient le risque général de faillite en autorisant seulement la survie des sociétés les plus pérennes, animeraient l'économie en incitant les épargnants à investir sur le marché, créeraient des synergies, résoudraient les problèmes d'agence et corrigeraient les situations d'inefficience. Ces arguments, régulièrement avancés pour défendre l'opportunité des offres publiques, méritent d'être développés.

64. Des opérations créatrices de synergies. Lorsqu'elles sont employées dans le but d'acquérir le contrôle d'une société ou d'un groupe, les offres publiques constituent un instrument de croissance externe et de concentration, au même titre que les opérations de fusion. Par le rapprochement qu'elles permettent d'opérer, ces opérations créeraient alors des synergies, c'est-à-dire un surplus de valeur issu de l'association de deux entités qui, séparément, sont moins productrices de valeur. L'offre publique pourra par exemple permettre de réaliser des économies d'échelle, d'accéder à un nouveau marché, de réallouer les ressources matérielles et technologiques disponibles, d'accroître l'expertise des

²³⁴ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°44.

²³⁵ G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2^e éd., LGDJ, 1951, n°38.

²³⁶ M. TROCHU, « Les offres publiques d'achat », *RTD Com.* 1967, p.695 et s., *spéc.* p.700.

²³⁷ M. REFAIT, *Le rôle économique des offres publiques d'achat et d'échange 1960-1990*, PUF, 1991, p.113.

²³⁸ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°50.

employés, ou d'augmenter la capacité d'endettement du nouvel ensemble²³⁹. La volonté de créer des synergies vertueuses par le biais d'un rapprochement opéré par voie d'offre publique ressort des communiqués diffusés à l'occasion de ces opérations. Une étude lexicale menée sur 35 offres publiques examinées par l'AMF entre décembre 2006 et juin 2011 révèle ainsi que les deux adjectifs les plus récurrents au sein des communiqués des équipes dirigeantes des sociétés initiatrices sont « mondial » et « nouvel », et que les noms les plus utilisés, après ceux « d'actionnaires » et « d'offre », sont « groupe », « marché » et « croissance »²⁴⁰.

65. Une solution aux problèmes d'agence. Au-delà des éventuelles synergies dégagées, l'offre publique participerait également à réduire les coûts d'agence. Cette expression, qui fait écho aux travaux de Jensen et Meckling²⁴¹, désigne l'idée selon laquelle une divergence d'intérêts existerait entre deux catégories de partenaires, les actionnaires et les dirigeants. Du fait d'une séparation entre la propriété et l'exercice du contrôle, les dirigeants seraient incités à ne pas gérer la société conformément aux intérêts des actionnaires et auraient plutôt tendance à privilégier leurs intérêts propres. Des conflits d'intérêts seraient ainsi susceptibles de naître de la dissociation des qualités de détenteurs du capital et d'agents chargés de la gestion sociale. Des coûts d'agence devraient en conséquence être supportés par les actionnaires afin d'aligner les intérêts de la classe dirigeante avec les leurs. Selon cette théorie, les offres publiques permettraient de réduire ces coûts d'agence à un double niveau. La simple éventualité d'une offre publique sur les titres de la société inciterait d'abord les dirigeants à s'aligner avec les intérêts des actionnaires en recherchant une augmentation du cours de bourse des titres. Plus en aval, le dépôt effectif d'une offre publique sur une société sous-évaluée permettrait aussi de sanctionner la mauvaise gestion des dirigeants en procédant à leur remplacement par des personnalités plus compétentes.

Ces avantages semblent avoir motivé l'adoption de la directive OPA. Le rapport émis par le groupe de haut niveau d'experts mandaté par la Commission européenne et chargé de proposer un cadre juridique pour les offres publiques observait ainsi que « l'existence d'un mécanisme qui facilite les offres publiques d'achat est fondamentalement bénéfique », en ce que les offres seraient « un moyen pour les initiateurs de créer de la richesse en exploitant

²³⁹ Sur les synergies susceptibles de résulter d'une offre publique v. M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain, De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit, op cit.*, n°212 et s. ; H. MEGHOUAR, M. IBRAHIMI, « Le profil des entreprises cibles d'OPA : Une revue de la littérature », *Recherche en Sciences de gestion*, 2021/3, p.141 et s., spéc. p.144.

²⁴⁰ E. NÈGRE, « Les citations des dirigeants dans les communiqués de presse diffusés lors d'OPA/OPE : Une analyse lexicale », *Vie & Science de l'entreprise* 2016/1, p.91 et s., spéc. p.103.

²⁴¹ M.-C. JENSEN et W.-H. MECKLING, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *J. Fin. Econ.* 1976, vol.3, p.305.

les synergies entre leurs activités existantes et la société cible » et permettraient « de discipliner la direction des sociétés cotées en bourse dont la propriété est dispersée »²⁴².

66. Des opérations réduisant les situations d'inefficience. Un ultime avantage s'attacherait encore aux offres publiques. Ces opérations constitueraient des instruments de correction des situations d'inefficience du marché. L'efficience d'un marché constitue l'hypothèse dans laquelle les prix des actifs qui s'y négocient traduisent, à chaque instant, la valeur fondamentale de ces mêmes actifs²⁴³. Si un marché est en principe efficient dès lors que l'ensemble des informations relatives aux actifs qui y circulent est disponible, il arrive que des actifs soient accidentellement sous-évalués. Lorsqu'une telle hypothèse se présente, le dépôt d'une offre publique permettrait de corriger cette sous-évaluation. En proposant d'acquérir les titres sous-évalués à un prix supérieur au marché, l'opération réduirait l'écart entre la valeur indiquée par le cours de base et la valeur fondamentale des titres. Elle contribuerait donc à éliminer les situations d'inefficience.

67. Les risques théoriquement attachés aux opérations d'offres publiques. Deux dangers sont couramment dénoncés : les offres publiques seraient sous-tendues par des motivations égoïstes et aboutiraient moins à créer de la valeur qu'à en détruire.

68. Des opérations sous-tendues par des motivations égoïstes. De nombreux travaux se sont attachés à démontrer que les transactions réalisées sur un marché comme les opérations de grande envergure ne sont pas seulement motivées par des considérations rationnelles²⁴⁴. Il existerait en conséquence un risque que les offres publiques soient initiées moins pour dégager des synergies que pour satisfaire les intérêts personnels des représentants de la société²⁴⁵. De même, l'état émotionnel des dirigeants et le mérite qui s'attache à la réalisation d'une opération de rapprochement pourraient aboutir à ce qu'une offre publique soit jugée opportune du fait d'un excès d'optimisme ou d'orgueil²⁴⁶.

²⁴² Com. Européenne, *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*, prés. J. Winter, 10 janv. 2002, p.19.

²⁴³ Sur ce concept v. *infra* n°107.

²⁴⁴ V. les différents travaux du courant de la finance comportementale, not. A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, "Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability", *Cognitive Psychology*, 1973, vol.5, p.207 ; "Advances in prospect theory : Cumulative representations of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty*, 1992, vol.5, p.297 ; R. SCHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000 ; R.-H. THALER, *Misbehaving : les découvertes de l'économie comportementale*, Seuil, 2018.

²⁴⁵ Le fait que la rémunération des dirigeants dépende pour partie de la taille des sociétés qu'ils dirigent peut notamment les encourager à accroître cette taille en initiant une offre publique sans considération réelle pour l'intérêt industriel du rapprochement envisagé (M.-C. JENSEN, R. S. RUBACK, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *J. Fin. Econ.*, 1983, vol.11, p.5).

²⁴⁶ R. ROLL, "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *J. Bus.*, 1986, vol.56, p.197.

69. Des opérations destructrices de valeur. Enfin, les offres sont parfois présentées comme des opérations destructrices de valeur à toutes les étapes de leur réalisation. À suivre cette opinion, la préparation d'une offre pousserait d'abord les initiateurs à supporter d'importants coûts financiers et à recourir massivement à l'emprunt pour les supporter, ce qui augmenterait considérablement leur risque de défaillance. De même, la crainte inspirée par l'éventualité d'une offre publique serait susceptible de pousser les équipes dirigeantes à introduire des défenses préventives contraires aux intérêts des actionnaires et de la société à moyen ou long terme²⁴⁷. Une fois déposée, l'offre désorganiserait également les sociétés concernées. Les organes de direction de la société visée, distraits par l'opération, cesseraient d'inscrire leur gestion sur le long terme et privilégieraient une politique court-termiste. Même couronnées de succès, les offres sont souvent accompagnées d'opérations à effet de levier qui risquent d'endetter gravement la société visée et de compromettre sa viabilité.

70. Synthèse. Ce rapide tour d'horizon des différentes opinions qui entourent les offres publiques révèle qu'elles constituent des opérations de marché aussi louées que redoutées. Les résultats des études empiriques menées sur les conséquences attachées à ces opérations contribuent encore à alimenter le débat.

B. Les controverses empiriques

71. Concentration des sujets et divergence des résultats. Les études empiriques entourant les offres publiques n'ont pas permis de mettre fin aux controverses théoriques attachées à ces opérations, et ce pour deux raisons. La première touche au champ d'analyse extrêmement étroit dans lequel les études ont été menées. La quasi-totalité des recherches empiriques se concentre en effet sur la seule problématique de la création de richesse pour les actionnaires. Or ce choix n'est pas neutre²⁴⁸. Il témoigne d'un parti pris idéologique : les conséquences des offres publiques dépassent très largement l'intérêt des actionnaires et ne sauraient donc être mesurées à travers ce seul prisme. La deuxième raison tient aux contradictions entre les résultats des différentes études.

72. Controverse empirique quant aux richesses créées par les offres. Les résultats des études menées autour des richesses créées à la suite d'une offre publique sont si mitigés qu'il est difficile d'en tirer des conclusions générales. S'agissant des actionnaires des sociétés

²⁴⁷ M. TROCHU, « Les offres publiques d'achat », *préc.*, p.698.

²⁴⁸ E. De BODT, J.-G. COUSIN, G. IMAD'EDDINE, « Fusions d'acquisitions et efficience allocationnelle », *Rev. éco. fin.* 2013/2 p.15 et s., *spéc.* p.16.

initiatrices, des études constatent que les opérations leur apportent une rentabilité quasi-nulle, voire qu'elles aboutissent à détruire de la valeur à court terme²⁴⁹, tandis que d'autres observent des rentabilités légèrement positives²⁵⁰. Les études qui s'intéressent aux retombées à long terme des offres montrent qu'il est impossible d'identifier une surperformance ou sous-performance systématique des sociétés acquéreuses²⁵¹.

Un consensus semble toutefois se dégager autour de la création de richesse à court terme pour les actionnaires de la société visée qui, quels que soient l'époque et le pays, obtiennent une prime conséquente en cas d'apport de leurs titres à l'offre. En France, la prime médiane offerte est généralement de 30 % par rapport au dernier cours des titres de la société visée²⁵². Est-ce à dire que les offres publiques sont créatrices de richesses et doivent être encouragées ? Rien n'est moins sûr. Des travaux révèlent en effet que cette conclusion ne vaut que sur une fenêtre temporelle extrêmement circonscrite et que, sur un plus long terme, la plupart des offres publiques n'augmentent pas la croissance ou la productivité des sociétés visées²⁵³. D'autres observent qu'en France, l'année suivant la réalisation d'une offre publique est régulièrement marquée par une diminution du volume d'emploi des sociétés concernées, qui augmente parfois légèrement à moyen terme, et par un important recours à l'intérim²⁵⁴.

73. Controverse empirique quant au rôle disciplinaire des offres. Les résultats des études empiriques qui s'intéressent aux motivations et au rôle disciplinaire des offres apparaissent également contradictoires. Les motivations observées par certains sont infirmées par d'autres. Si plusieurs auteurs confortent l'hypothèse du rôle disciplinaire des OPA²⁵⁵, la plupart nuancent les résultats de leurs études, soit en remarquant l'absence de

²⁴⁹ H. MEGHOUAR, « Opportunités de croissance, création de valeur et prise de contrôle d'entreprises : un cas empirique français », *Vie & Science de l'entreprise* 2016/1, p.51 et les études citées.

²⁵⁰ Sur la base d'un échantillon de 2419 opérations réalisées entre 1993 et 2001 sur le marché européen, une étude montre que les actionnaires des sociétés visées obtiennent généralement une rentabilité anormale de 0,5 % lors de l'annonce de l'opération, même si cette rentabilité dépend largement des modalités de l'offre et du statut de la société (M. MARTYNOVA, L. RENNEBOOG, « Mergers and Acquisitions in Europe », *ECGI Finance Working Paper*, janv. 2006, n°114/2006).

²⁵¹ E. De BODT, J.-G. COUSIN, G. IMAD'EDDINE, « Fusions d'acquisitions et efficience allocationnelle », *préc.*, p.27.

²⁵² Ernest Young, *Observatoire des offres publiques*, 12^e, 13^e et 14^e éd. Ces rapports dégagent une prime médiane de 27,9 % en 2020, de 31,7 % en 2021 et de 30,5 % en 2022.

²⁵³ J.-L. BEFFA, L. LANGENLACH, J.-Ph. TOUFFUT, « Comment interpréter la directive O.P.A ? », *Prisme*, Centre Cournot, sept. 2003, p.18.

²⁵⁴ M. BUNEL, R. DUHAUTOIS, L. GONZALEZ, « Conséquences des fusions-acquisitions sur la gestion de la main-d'œuvre : une analyse empirique sur les données françaises pour la vague de la fin des années 1990 », *doc. d'études DARES*, janv. 2008, p.80.

²⁵⁵ H. MEGHOUAR, « Opportunités de croissance, création de valeur et prise de contrôle d'entreprises : un cas empirique français », *préc.*, p.65 ; J. CABY, *Motivations et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France (1970-1990)*, (dir.) J. Allouche, Nancy 2, 1994, p.143.

consensus en la matière²⁵⁶, soit en remarquant que le rôle disciplinaire des offres n'entraîne pas pour autant d'amélioration des performances des sociétés cibles²⁵⁷.

74. Synthèse. Finalement, seule une conclusion d'ordre général semble pouvoir être dégagée des études empiriques : les offres publiques entraînent une maximisation immédiate de la richesse des actionnaires des sociétés visées, ce qui explique leur succès en pratique. Les controverses qui accompagnent les autres conséquences des offres ont néanmoins conduit à encadrer leur déroulement.

§2. La réglementation des offres publiques

75. Annonce. Parce que ses bienfaits sont discutés et qu'elle est susceptible d'entraîner la réorientation industrielle de la société visée, le dépeçage de ses actifs essentiels, son insertion dans un groupe concurrent ou le renouvellement de sa classe dirigeante, l'offre publique est un moment crucial de la vie des entreprises. Afin d'éviter ce que certains ont qualifié de « capitalisme sauvage »²⁵⁸ et ne pas laisser libre cours à l'état de nature des marchés, une réglementation propre aux offres publiques a peu à peu été façonnée. Marquée par plusieurs étapes clés (I), cette branche du droit est aujourd'hui originale par plusieurs de ses aspects (II).

I. La construction du cadre juridique des offres

76. Les étapes de la construction du droit des offres. En France, les premières offres publiques remontent à la fin des années 1950. L'opération initiée par la société Arthur Martin sur les titres de la société Saprine en 1959 est ainsi généralement présentée comme la première offre initiée sur le sol français, suivie de près par celle déposée sur les titres de la société Omnium des Pétroles en 1960 puis, en 1964, sur les actions de la Franco Wyoming Oil Company, société américaine cotée à Paris et dont les principaux actionnaires résidaient en France²⁵⁹. Initialement régies par la seule puissance économique des initiateurs et des sociétés visées, ces opérations de marché n'ont pas été immédiatement encadrées par des

²⁵⁶ H. MEGHOUAR, « Opportunités de croissance, création de valeur et prise de contrôle d'entreprises : un cas empirique français », *préc.*, p.54.

²⁵⁷ J. CABY, Motivations et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France (1970-1990), op cit., p.143.

²⁵⁸ M TRONCHU, « Le triomphe du capitalisme sauvage ou B.S.N contre Saint Gobain », D.1969, p.221.

²⁵⁹ L. ROBLIN, *Les O.P.A.*, Dunod, 1969, p.2 ; M. REFAIT, *Le rôle économique des offres publiques d'achat et d'échange 1960-1990*, op cit., p.16 ; G. BARSÌ, *Les O.P.A en France, droit et pratique*, Nathan, 1988, p.75 ; P. DIDIER, *Droit commercial*, t.3, Themis, 1993, p.393.

règles spéciales. Le cadre juridique des offres s'est formé par sédimentation. Quatre époques peuvent être dégagées²⁶⁰. La première couvre les premières années de la pratique des offres sur le sol français, et donne à voir une réglementation d'initiés dont le caractère contraignant prêtait sérieusement à discussion. Celle qui lui succède est marquée par la loi du 2 août 1989, première intervention législative en la matière. La troisième étape est européenne. Elle s'est traduite par l'adoption d'une directive relative aux offres publiques. La dernière est l'ère contemporaine et se caractérise par une grande instabilité juridique.

77. La préhistoire des offres : les batailles boursières. Devant le choix du législateur de ne pas intégrer de dispositions relatives aux offres publiques au sein de la loi du 24 juillet 1966, le milieu professionnel des agents de change prit l'initiative de poser une série de règles encadrant les procédures d'offres. Le cadre posé est le fruit d'un échange de lettres en date du 4 avril, du 6 juillet et du 29 novembre 1966 entre le syndic des agents de change et le ministre de l'Économie et des Finances²⁶¹. Informel et connu des seuls initiés, le dispositif n'est pas publié au Journal officiel. Les contentieux boursiers de la fin des années 1960, notamment ceux entourant les offres de BSN sur la compagnie de Saint-Gobain et du groupe Perrier-Sapim sur les actions Genvrain montrèrent néanmoins les limites de ce dispositif trop sommaire et largement inconnu du public²⁶². L'avenir appelait l'adoption de textes plus accessibles et détaillés.

Par un arrêté du 21 janvier 1970, le contenu des lettres de 1966 est alors transposé au sein d'un additif au règlement général de la Compagnie des agents de change²⁶³ et complété par une décision générale de la COB²⁶⁴. Le dispositif est révisé à deux reprises, en 1972 d'abord, afin d'introduire une procédure d'offre simplifiée réservée aux personnes détenant déjà le contrôle d'une société²⁶⁵, en 1973 ensuite, pour encadrer la cession de blocs de contrôle²⁶⁶.

Progressivement, la réglementation se perfectionne au rythme des contentieux boursiers, chaque bataille révélant les imperfections de l'édifice en construction. L'offre d'achat initiée le 8 juin 1977 par la société Navale Chargeurs Delmas-Vieljeux sur les actions de la Compagnie de navigation mixte et l'offre d'échange lancée par cette dernière sur les titres de

²⁶⁰ Pour une présentation différente des étapes de construction de la réglementation des offres v. N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, « OPA-OPE : présentation générale », *préc.*, n°34 et s.

²⁶¹ G. BARSÌ, *Les O.P.A en France, droit et pratique*, op cit., p.4.

²⁶² G. BARSÌ, *Les O.P.A en France, droit et pratique*, op cit., p.177-178.

²⁶³ Arr. 21 janv. 1970, J.O 23 janv. 1970, p.844.

²⁶⁴ COB, *déc. générale relative aux offres publiques*, 13 janv. 1970, *préc.*

²⁶⁵ Arr. 17 févr. 1972, J.O 21 et 22 fév. 1972, p.1932.

²⁶⁶ Arr. 8 août 1973, J.O 24 août 1973, p.9175.

la compagnie d'assurances le Monde SA motivèrent la révision du cadre juridique afin de simplifier les procédures d'offres et préciser les règles applicables aux situations de concurrences entre plusieurs initiateurs²⁶⁷. Les problèmes soulevés à l'occasion des offres concurrentes lancées sur les titres de la société La Providence justifiaient plusieurs retouches opérées par l'arrêté du 13 mars 1986²⁶⁸.

78. L'intervention historique de la loi du 2 août 1989. Jusqu'à la fin des années 1980, l'élaboration du cadre juridique applicable aux offres publiques était uniquement le fait d'autorités professionnelles. La nature simplement réglementaire de cet encadrement ne tarda pourtant pas à se révéler insuffisante. Des doutes furent rapidement émis quant à la capacité d'un règlement à imposer l'acquisition forcée de titres sans procéder d'une habilitation législative²⁶⁹. Combinée à l'accélération sensible du nombre et du volume des opérations sur le marché, l'exigence d'un fondement législatif à l'action des autorités chargées d'assurer le bon déroulement des offres mena au vote de la loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.

Cette loi constitue un tournant dans la construction du régime juridique des offres. Au-delà de l'attribution au Conseil des bourses de valeurs (« CBV ») d'un pouvoir de sanction et de la mission de réglementer les offres publiques, les cessions de blocs de contrôle et les procédures de retraits dans le but d'assurer « l'égalité des actionnaires et la transparence du marché »²⁷⁰, la loi du 2 août 1989 est à l'origine de plusieurs dispositifs qui régissent toujours le déroulement des offres, tels que les déclarations de franchissement de seuils, les offres obligatoires et l'action de concert. Témoignant d'une certaine hauteur de vue de la part du législateur, cette loi a établi solidement une part importante du droit positif des offres²⁷¹. Elle est rejointe, quatre ans plus tard, par la loi du 31 décembre 1993 qui consacre le mécanisme du retrait obligatoire en droit français²⁷².

²⁶⁷ Sur ces textes v. COB, *Rapport annuel* 1978, p.81 et s.

²⁶⁸ Arr. 13 mars 1986, J.O 16 mars 1986, p.4285.

²⁶⁹ A. CANAC, « Les offres publiques d'achat et la réglementation boursière », *Gaz Pal.* 9 mars 1969, doct., p.202 et s., *spéc.* p.203 ; « La protection des minoritaires lors des prises de contrôle de sociétés », *Gaz Pal.* 17 janv. 1974, doct., p.35 et s., *spéc.* p.38 ; G. AMÉDÉE-MANESME, « Quelques problèmes relatifs à la négociation de bloc de contrôle », *RJC* 1976, p.393 et s., *spéc.* p.394 ; C. GAVALDA, « La réglementation de la cession des blocs de titres donnant le contrôle de sociétés dont les actions sont cotées ou placées au hors-cote : un essai de moralisation du processus concentrationniste français », *Rev. Soc.* 1977, p.395, *spéc.* n°19 ; N. DECOOPMAN, *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, préf. B. Oppetit, Economica, 1980, p.69 et s.

²⁷⁰ Art. 15 Loi n°89-5319, *préc.*

²⁷¹ L. FAUGÉROLAS, « Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA », *Bull. Joly Bourse* déc. 2012, p.538., *spéc.* n°11.

²⁷² Art. 16 loi n°93-1444 du 31 déc. 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

79. Les temps modernes et la directive OPA. Les instances européennes ont très tôt exprimé la volonté d'adopter un *corpus* de règles détaillées afin d'encadrer les offres publiques et encourager leur développement. Dès 1989, une proposition de treizième directive du droit des sociétés est publiée²⁷³. Ambitieux, le projet envisage d'introduire un dispositif d'offre obligatoire sur la totalité du capital et des droits de vote des sociétés visées et suggère de limiter les pouvoirs des organes d'administration et de direction des sociétés visées afin de laisser un plein pouvoir de décision aux actionnaires, premiers destinataires des offres. Après avis du Comité économique et social et du Parlement européen, une proposition modifiée est adoptée par la Commission européenne le 10 septembre 1990²⁷⁴. L'opposition de plusieurs pays européens tels que l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni signera toutefois l'échec du projet. Une deuxième proposition de directive est présentée au Conseil et au Parlement européen le 8 février 1996²⁷⁵. Si un accord sur le texte se dégage, il est néanmoins conditionné à ce que les négociations engagées entre l'Espagne et le Royaume-Uni autour de l'enclave de Gibraltar trouvent un dénouement satisfaisant. En troisième lecture, la proposition est rejetée par le Parlement européen par 273 voix contre 273²⁷⁶. À l'initiative du Commissaire européen chargé du marché intérieur, Fritz Bolkestein, le processus est relancé une ultime fois. Un groupe d'experts est alors chargé d'émettre des recommandations sur les problématiques liées aux offres publiques. Sur la base du rapport d'expert publié le 10 janvier 2002²⁷⁷, un nouveau projet est déposé le 2 octobre 2002. La directive concernant les offres publiques d'acquisition est finalement adoptée le 21 avril 2004²⁷⁸, et transposée en droit français par une loi du 31 mars 2006²⁷⁹. Le texte définitif est toutefois loin des ambitions initiales. Au résultat, la directive, d'harmonisation minimale, est un assemblage de compromis²⁸⁰. Les sujets de discorde, comme la question de la neutralité des organes de direction ou celle de l'étendue des capacités de défense des sociétés visées, sont laissés à la discrétion de chaque État membre. Malgré l'édiction de plusieurs grands principes, la timidité des choix opérés empêche toute uniformisation des pratiques au niveau européen.

²⁷³ JOCE 14 mars 1989, n°C 64.

²⁷⁴ JOCE 26 sept. 1990, n°C 240, p.7.

²⁷⁵ JOCE 6 juin 1996, n°C 162, p.5.

²⁷⁶ *Le Monde*, « L'Allemagne provoque le rejet de la directive sur les OPA par le Parlement européen », 5 juill. 2001.

²⁷⁷ Com. Européenne, *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*, préc.

²⁷⁸ JOUE 30 avr. 2004, n°L 142, p.12.

²⁷⁹ Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, JO n°0078, 1 avr. 2006.

²⁸⁰ V. not. A. PIETRANCOSTA, « La directive européenne sur les offres publiques d'acquisition enfin adoptée ! », *Rev. dr. banc. fin* 2004, p.538 ; F. MARTIN-LAPRADE, F. PELTIER « Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée », *Bull. Joly Bourse* sept.-oct. 2004, p.610 ; M. HASCHÉ-DOURNAUX, « L'adoption de la directive européenne relative aux offres publique d'acquisition », *LPA* 26 avr. 2004, p.7.

80. L'époque contemporaine et l'instabilité du cadre national. Le défaut de consensus autour de l'encadrement adéquat des offres explique que l'intervention européenne n'ait pas mis un terme aux réformes législatives. Au contraire, l'époque contemporaine est marquée par l'incessante retouche du cadre juridique des offres. Le législateur national révisé par à-coup cette branche du droit, au gré des polémiques, sans prendre le temps de la réflexion pourtant nécessaire à l'élaboration de règles durables.

Au niveau législatif, alors que seulement deux lois sont intervenues durant les quarante premières années d'existence des offres publiques, pas moins de quatre ont été adoptées entre 2010 et 2020²⁸¹, soit une tous les deux ans et demi. Sur le terrain réglementaire, le constat est plus frappant encore. En 1989, le Règlement COB relatif aux offres publiques comptait 24 articles, auxquels s'ajoutaient 21 articles du Règlement CBV consacrés aux mêmes procédures²⁸². À l'époque, les commentateurs louèrent le caractère concis de ces textes, soulignant par la même occasion qu'il « n'est pas excellent de modifier trop souvent des lois : c'est une vérité d'évidence qu'il vaut mieux construire une jurisprudence qui corrige les inévitables lacunes des textes, quand ce n'est pas leurs anomalies, que de réécrire des règlements nouveaux »²⁸³. Dix ans plus tard, le seul Règlement du CMF contenait 57 articles relatifs aux offres publiques. Désormais, le Règlement général de l'AMF compte 111 articles propres à ces opérations de marché, soit plus du double qu'il y a trente ans, sans compter les nombreuses pages d'instructions et de recommandations AMF qui touchent aux offres publiques²⁸⁴.

Si les fluctuations perpétuelles de la réglementation emportent un risque évident pour la sécurité juridique des opérateurs, elles ne restent cependant pas sans explications. Elles trouvent leur première cause dans les controverses qui entourent les bienfaits des offres publiques²⁸⁵. Ces controverses sont à l'origine de la versatilité du législateur français qui, en

²⁸¹ Loi n°2010-1249 du 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière, JO n°0247, 23 oct. 2010 ; Loi n°2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, JO n°0071, 23 mars 2012 ; Loi n°2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, JO n°0077, 1 avr. 2014 ; Loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, JO n°0119, 23 mai 2019. Sur les apports respectifs de ces lois sur le terrain de la réglementation des offres v. N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, « OPA-OPE : présentation générale », *préc.*, n°100 et s.

²⁸² Arr. 28 sept. 1989, JO 30 sept. 1989, p.12301.

²⁸³ B. MIRAT, « Réforme de la procédure d'offres publiques et de maintien de cours », in *La transparence du marché financier*, Association nationale des docteurs en droit section entreprise et Association des juristes d'affaires de Paris 1, Joly éd., 1989, p.13 et s., *spéc.* p.24.

²⁸⁴ AMF, Instr. DOC-2006-07, *Offres publiques d'acquisition*, 29 avr. 2021 ; Instr. DOC-2006-08, *Expertise indépendante*, 10 févr. 2020 ; Instr. DOC-2008-02, *Déclarations de franchissement(s) de seuil(s) de participation*, 7 févr. 2013 ; Instr. DOC-2009-08, *Contrôle des opérations d'offre publique d'acquisition*, 1^{er} oct. 2009 ; Pos. DOC-2009-22, *Questions-réponses sur les interventions pour compte propre des prestataires de services d'investissement en période d'offre publique*, 1^{er} août 2012 ; Instr. DOC-2010-02 *Transparence et procédure d'acquisition ordonnée de titres de créance ne donnant pas accès au capital*, 31 août 2010.

²⁸⁵ V. *supra* n°62 et s.

huit années d'intervalle, a adopté un cadre favorable aux offres en retenant le principe de neutralité des organes de direction avant de supprimer ce principe pour accroître la marge de manœuvre laissée aux sociétés souhaitant faire échec à une offre non sollicitée²⁸⁶. L'instabilité chronique de la réglementation résulte également de la concurrence des places financières, qui incite à moderniser constamment le cadre juridique des opérations financières, et de l'élaboration de montages toujours plus complexes que la règle écrite a parfois du mal à saisir²⁸⁷.

Les fluctuations qui affectent la réglementation des offres ne l'empêchent toutefois pas de revêtir plusieurs traits caractéristiques qui font son originalité et justifient le choix de restreindre la présente étude à cette branche du droit privé.

II. L'originalité du cadre juridique des offres

81. L'originalité qui s'attache à la réglementation des offres tient au fait qu'elle est à la fois une réglementation de crise et une réglementation de marché.

82. Une réglementation de crise. Par les bouleversements qu'elles sont susceptibles d'emporter, les offres publiques constituent des situations exceptionnelles. Elles appellent en conséquence une réglementation d'exception.

Le régime qui encadre les offres publiques d'acquisition a ainsi peu à voir avec celui de l'offre régie par le Code civil. L'OPA constitue, comme l'offre de droit commun, un engagement ferme et précis qui exprime la volonté de son auteur d'être lié en cas d'acceptation²⁸⁸. Elle s'en distingue néanmoins à tous les autres points de vue. Contrairement aux règles posées par le Code civil²⁸⁹, la rétractation ou la disparition de l'initiateur d'une offre publique ne fera pas obstacle à l'acquisition des titres, la garantie de solvabilité fournie par l'établissement présentateur protégeant les destinataires de l'offre d'une éventuelle défaillance de l'initiateur²⁹⁰. De même, et alors qu'un contrat est normalement conclu dès l'acceptation parvenue à l'offrant²⁹¹, les destinataires d'une offre publique qui suit la

²⁸⁶ Comp. l'art. L.233-32 I du Code com. dans sa rédaction issue de la loi 31 mars 2006 avec celle issue de la loi du 29 mars 2014.

²⁸⁷ G. CANIVET, « Avant-propos », in *Les offres publiques d'achat, op cit.*, p.XIX.

²⁸⁸ Art. 1114 Code civ.

²⁸⁹ Art. 1116 al.2 Code civ.

²⁹⁰ Art. 231-13 RG AMF

²⁹¹ Art. 1121 Code civ.

procédure normale pourront révoquer leurs ordres d'apport à tout moment, jusques et y compris au jour de clôture de l'offre²⁹². Plus généralement, le régime juridique des offres publiques contredit chacun des termes de l'article 1102 du Code civil. Alors que ce texte dispose que « Chacun est libre de contracter ou de ne pas contracter, de choisir son cocontractant et de déterminer le contenu et la forme du contrat dans les limites fixées par la loi », l'initiateur d'une offre publique obligatoire est lui tenu de déposer une offre, de la destiner à l'ensemble des détenteurs de titres de la société visée, et n'est libre de déterminer ni sa forme, ni son contenu, qui doivent être conformes aux exigences du Règlement général de l'AMF²⁹³. Si les offres publiques d'acquisition constituent bien des offres de contracter, elles n'en portent donc que le nom²⁹⁴.

La réglementation se démarque aussi du droit commun des sociétés. Elle s'en distingue d'abord du fait des impératifs qui la sous-tendent. Alors que le droit des offres est avant tout animé par l'idée de protection de l'épargne et des marchés financiers, le droit des sociétés vise en premier lieu à garantir la bonne gestion des sociétés²⁹⁵. Cette différence entre les valeurs promues ressort sur le contenu des règles qui régissent les offres publiques, qui tordent parfois le cou aux notions les plus élémentaires du droit des sociétés. Ainsi, l'interdiction classique d'augmenter les engagements des associés cède devant l'obligation de déposer une offre d'acquisition²⁹⁶. De même, le principe de responsabilité limitée aux apports fléchit devant l'obligation de l'actionnaire majoritaire de déposer une offre de retrait lorsqu'une modification significative de la gestion de la société est envisagée²⁹⁷. D'autres aménagements révèlent encore que l'orthodoxie juridique plie devant les impératifs financiers²⁹⁸. Il en est ainsi des conditions de quorum et de majorité de l'assemblée générale extraordinaire qui, lorsqu'elle statue sur l'émission de bons de souscription d'actions en période d'offre, sont celles prévues pour les assemblées générales ordinaires²⁹⁹, ou des délais séparant l'avis de réunion et la convocation d'une assemblée générale, qui sont réduits lorsque l'assemblée est appelée à se prononcer en période d'offre³⁰⁰. Si ces ajustements sont

²⁹² Art. 232-2 al.4 RG AMF.

²⁹³ Art. 231-1 et s. RG AMF.

²⁹⁴ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préf. H. Synvet, Economica, 2007, n°180 et s.

²⁹⁵ Y. GUYON, « L'évolution de l'environnement juridique de la loi du 24 juillet 1966 », *Rev. Soc.* 1996, p.501, *spéc.* n°19 ; A. VIANDIER, « Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française », *Bull. Joly Bourse* janv. 1993, p.7, *spéc.* n°18 à n°21.

²⁹⁶ Art. 234-2 et 234-5 RG AMF.

²⁹⁷ Art. 236-6 RG AMF.

²⁹⁸ A. PIETRANCOSTA, J.-F. PRAT, « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.117, *spéc.* n°314.

²⁹⁹ Art. 233-32 II RG AMF.

³⁰⁰ Art. R.225-69 et R.225-73 Code com.

la conséquence du statut de société cotée des sociétés concernées par une offre³⁰¹, ils n'en restent pas moins largement dérogatoires au droit commun.

83. Une réglementation de marché. Prolongeant la première, la seconde particularité du droit des offres réside dans sa qualité de réglementation financière. Parce que les offres publiques sont des opérations financières qui, théoriquement au moins, corrigent les situations d'inefficience³⁰², les règles qui les encadrent entretiennent une grande proximité avec l'économie et la finance. Les modalités de production et d'application de cette réglementation s'en ressentent. Cette proximité explique la place particulière de la jurisprudence dans l'élaboration de la réglementation, le juge ayant été chargé de réunir le monde de la bourse avec celui du droit³⁰³. Elle explique également que la construction du droit des offres ait d'abord été le fait d'instances professionnelles puis d'autorités administratives, et non du législateur³⁰⁴. Enfin, les familiarités que cette réglementation entretient avec la matière financière justifient les aménagements apportés aux règles traditionnelles de procédures³⁰⁵. L'impératif de célérité qui sous-tend la matière financière a ainsi conduit à évincer certains principes fondamentaux comme celui du contradictoire, que le collège de l'AMF n'est pas tenu de respecter lorsqu'il examine la conformité d'un projet d'offre publique³⁰⁶, ou celui de répartition des compétences entre l'ordre judiciaire et l'ordre administratif, la Cour d'appel de Paris ayant compétence pour connaître des recours contre les décisions individuelles rendues par l'AMF³⁰⁷, alors même qu'il s'agit d'actes administratifs.

³⁰¹ Depuis toujours, ce statut est la source de déviations par rapport au droit commun des sociétés (M.-A. FRISON-ROCHE, « La distinction des sociétés cotées et des sociétés non cotées », in *Mélanges AEDBF-France*, Banque 1997, p.189). L'introduction d'un chapitre propre aux sociétés cotées au sein du Code de commerce l'a récemment rappelé (B. DONDÉRO, « L'ordonnance créant au sein du code de commerce un chapitre spécifique sur les sociétés cotées », D.2020, p.2168 ; Th. BONNEAU, « La formalisation de la distinction des sociétés cotées et non cotées par l'ordonnance du 16 septembre 2020 », *Rev. Soc.* 2020, p.595 ; F. DRUMMOND, J. KLEIN, « La distinction des sociétés cotées et non cotées : un premier pas vers une recomposition plus ambitieuse du droit des sociétés par actions ? », D.2021, p.30).

³⁰² V. *supra* n°66.

³⁰³ P. BÉZARD, « Le juge et le marché boursier dans les grands systèmes d'Europe et d'Amérique du nord », *LPA* 15 juin 1994, p.115 et s., *spéc.* p.119. Sur le rôle historique du juge en droit financier v. P. DRAI, « Le juge et le financier », *Gaz. Pal.* 1991, II, p.775 ; G. CANIVET, « Le juge et l'autorité de marché », *RJC* 1992, p.185 ; F.-L. SIMON, *Le juge et les autorités du marché boursier*, av. propos G. Canivet, préf. Ph. Merle, LGDJ, 2004.

³⁰⁴ V. *supra* n°77.

³⁰⁵ A. LACABARATS, « Droit boursier et procédure civile », in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.165, *spéc.* n°359 et s.

³⁰⁶ CA Paris, n°07/11675, 2 avr. 2008 ; *Banque et Droit* mai-juin 2008, p.28, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *Rev. Soc.* 2008, p.394, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly Soc.* mai 2008, p.411, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Bourse* mai-juin 2008, p.209, note L. Faugérolas et E. Boursican ; *Dr. Soc.* 2008, comm. 212, note Th. Bonneau ; *RTD Com.* 2008, p.377, note N. Rontchevsky ; *ibid.*, p.390, note Ch. Goyet ; *JCP E* 2008, 1828, obs. Y. Paclot ; CA Paris, n°07/21048, 24 juin 2008, *Banque et Droit* sept.-oct. 2008, p.36, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. De Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *Dr. Soc.* 2008, comm. 213, note Th. Bonneau ; *Rev. Soc.* 2008, p.644, note F. Martin Laprade ; *Bull. Joly Bourse* oct. 2008, p.389, note B. Zabala.

³⁰⁷ Exception faite des décisions disciplinaires prononcées à l'encontre de professionnels (art. R.621-45 I et II Code mon. fin.).

84. Une réglementation connectée aux autres branches du droit. Les particularités attachées à la réglementation des offres en révèlent l'originalité. On ne saurait toutefois en déduire qu'elle constitue une branche du droit autonome. Si un débat relatif à l'autonomie de cette réglementation a pu avoir lieu à la fin du siècle dernier, il est désormais clos. En effet, le droit des offres est indiscutablement connecté au reste de la matière juridique³⁰⁸. Bien que certaines règles propres aux offres publiques contrastent avec les solutions posées par le droit commun, leur mise en œuvre repose néanmoins sur les moyens juridiques offerts par le reste de l'ordre juridique. La jurisprudence l'a rappelé : les dispositions financières « intègrent les exigences du droit civil relatives à la détermination de l'objet de l'offre »³⁰⁹. De même, les règles habituelles de procédure civile s'appliquent lorsqu'elles ne sont pas incompatibles avec la nature particulière du contentieux des offres³¹⁰. Le droit des offres ne rompt pas les liens avec les autres branches du droit. Il ne constitue pas un domaine juridique à part.

Si le droit commun concourt à la mise en œuvre de la réglementation des offres, le jeu d'influence est réciproque. Le droit des offres constitue en effet, sous certains aspects, un facteur d'évolution du droit commun. Pour en rendre compte, il suffit de rappeler que l'action de concert, née dans le contexte des offres publiques³¹¹, est désormais très largement mobilisée par le droit des sociétés³¹², que la prohibition des restrictions statutaires au transfert d'actions cotées était une pratique boursière³¹³ avant d'être une interdiction législative³¹⁴, ou encore que la réglementation des offres a été la première à autoriser l'exclusion forcée d'actionnaires minoritaires en contrepartie du versement d'une juste indemnité³¹⁵. Cette dernière faculté a depuis été reprise par le droit des procédures collectives³¹⁶, et plus récemment, par le droit des sociétés, qui autorise désormais la modification des clauses

³⁰⁸ F. PELTIER, *Marchés financiers et droit commun*, Banque, 2009 ; « Droit boursier et droit commun des contrats », *RJC* 2003, p.189 et s., *spéc.* p.205 et s. ; H. De VAUPLANE, « Droit des offres publiques. Le cadre réglementaire et institutionnel », in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.1, *spéc.* n°3.

³⁰⁹ CA Paris, 17 juin 1999, *Paribas et Société générale c. BNP* ; *Revue CMF* juill.-août 1999, p.45 ; *Banque et Droit* nov.-déc. 1999, p.38, obs. Th. Bonneau ; D.1999, p.12, obs. M.B ; *Bull. Joly Bourse* sept.-oct. 1999, p.484, note N. Rontchevsky ; *Rev. Soc.* 1999, p.629, note F. Bucher ; *Rev. dr. banc. bourse* juill.-août 1999, p.124, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *RTD Civ.* 2000, p.106, obs. J. Mestre et B. Fages ; *JCP E* 2000, p.316, note J.-J. Daigre.

³¹⁰ G. CANIVET, « Le juge et l'autorité de marché », *préc.*, p.190-191 ; A. LACABARATS, « Droit boursier et procédure civile », *op cit.*, n°371 et s.

³¹¹ COB, *Rapport annuel* 1969, p.118 ; art. 14 *déc. générale relative aux offres publiques*, 13 janv. 1970, *préc.*

³¹² Pour des références à l'action de concert en dehors du contexte d'OPA v. art. L.233-3 III, L.233-7 I et VII, L.233-9 I 3°, L.233-10, L.22-10-7, L.22-10-47 et L.22-10-48 du Code Com.

³¹³ COB *Bull. mensuel.* déc. 1971, n°33, p.14 ; *JCP G* 1972, III, 38769.

³¹⁴ Art. L.228-23 Code Com. tel que mod. par l'ord. n°2004-604 du 24 juin 2004.

³¹⁵ Art. 16 Loi n°93-1444 du 31 déc. 1993 *portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers*, JO n°3, 5 janv. 1994.

³¹⁶ Art. L.631-19-1 Code Com. issu de l'ord. n°2008-1345 du 18 déc. 2008.

d'exclusion des SAS à la majorité prévue par les statuts, ce qui peut mener à ce qu'un associé soit contraint de céder ses titres en vertu d'une clause à laquelle il n'a jamais consenti³¹⁷. Le droit des offres apparaît donc plus précurseur qu'autonome. Reliée au reste de la matière juridique avec laquelle elle entretient un double rapport d'influence, cette branche du droit témoigne de ce que les règles spéciales « participent à la création d'un droit commun nouveau qui se substitue progressivement à l'ancien »³¹⁸.

85. Une réglementation inintelligible. L'originalité du droit des offres a pour revers sa difficile compréhension. L'éclatement des règles au sein de différents codes explique que la matière soit généralement considérée comme inintelligible. En effet, et sans compter la réglementation européenne, obtenir une vue d'ensemble du droit des offres exige de se référer au Règlement général de l'AMF³¹⁹, aux Règles de marché Euronext³²⁰, au Code de commerce³²¹, au Code monétaire et financier³²² et au Code du travail³²³. Cette profusion des textes ressurgit d'ailleurs sur le mille-feuille d'autorités susceptibles d'interférer sur le déroulement d'une offre publique. À l'AMF s'ajoutent ainsi l'Autorité Européenne des Marchés Financiers, la Cour de justice de l'Union européenne, l'Autorité de la concurrence, les autorités de régulation de certains secteurs d'activité, la Cour d'appel de Paris et le Conseil d'État, tous deux compétents pour connaître des recours formés contre les décisions individuelles rendues par l'Autorité des Marchés Financiers³²⁴.

La nature essentiellement réglementaire du droit des offres ajoute encore à sa difficulté d'accès. Cette différence de nature avec le droit des sociétés, dont les sources sont principalement législatives, donne à voir une réglementation essentiellement composée de normes techniques apparemment dénuées de lignes directrices³²⁵.

³¹⁷ Art. L.227-9 et L.227-19 al.2 Code Com. issus de la loi n°2019-744 du 19 juill. 2019. On notera cependant qu'à la différence du retrait obligatoire, qui fait intervenir un expert indépendant pour l'évaluation des titres, cette exclusion peut avoir lieu sans qu'une juste indemnisation soit nécessairement garantie (M. CAFFIN-MOI, « Fin de l'exigence d'unanimité pour l'adoption ou la modification de la clause d'exclusion dans la SAS ? », *Gaz Pal.* 25 juin 2019, p.45 et s., *spéc.* p.47 ; D. MARTIN, M. CAROSSO, « L'exclusion d'un associé de SAS après la loi de simplification du droit des sociétés », *JCP E* 2020, 1091, *spéc.* n° 22 ; E. SCHLUMBERGER, « La constitutionnalité des clauses statutaires d'exclusion de SAS », *Bull. Joly Soc.* janv. 2023, p.9, *spéc.* n°30).

³¹⁸ R. GASSIN, « Lois spéciales et droit commun », D.1961, p.91, *spéc.* n°6.

³¹⁹ Art. 231-1 et s. RG AMF.

³²⁰ Art. P.2.4.1 et s. Règles de marché d'Euronext, Livre II.

³²¹ Art. L.233-10-1, L.233-11, L.233-32 à L.233-40 et L.430-3 Code com.

³²² Art. L.151-1 à L.152-6, L.212-6-3 et L.433-1 à L.433-5 Code mon. fin.

³²³ Art. L.2312-42 à L.2312-52 Code trav.

³²⁴ Art. R.621-45 Code com.

³²⁵ A. VIANDIER, « Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française », *préc.*, n°24.

86. Conclusion de Section. Les offres publiques sont des techniques financières controversées. Le défaut de consensus autour de l'intérêt économique des offres a mené à l'élaboration d'un cadre juridique afin de contenir leurs éventuels effets pervers. Fruit des batailles boursières, la réglementation des offres s'est formée par strates successives. Marquée par des tendances politiques contradictoires, elle s'avère particulièrement instable, ce qui ne facilite ni son étude, ni sa compréhension. Droit de crise, la réglementation des offres s'affranchit du droit commun sans toutefois s'en émanciper totalement. Elle le tourne autant qu'elle l'inspire.

87. Intérêts de l'étude. Atteints de maux opposés, les principes et le droit des offres traversent pourtant une même difficulté : ils sont utilisés sans qu'une réflexion d'ensemble ne précède leur mise en œuvre. La polysémie et l'usage excessif du mot « principe » expliquent qu'une étude exhaustive des principes qui innervent la réglementation des offres n'ait jamais été entreprise. Le cadre juridique constamment remanié et le caractère controversé des offres publiques ont également contribué à repousser l'étude systématique de cette branche du droit. Pourtant, aucune matière ne saurait être que pure technique. Toute réglementation exige, pour dépasser le stade de simple amas réglementaire, d'être régie par des principes qui confèrent aux règles une raison d'être et en comblent les éventuelles lacunes³²⁶. Pour déterminer ces principes, une méthode a été élaborée. Elle a permis de dégager des critères d'identification des principes et a justifié de retenir une classification binaire pour servir de base à la recherche. Rechercher les impératifs qui relèvent des principes directeurs ou des principes généraux du droit des offres revêtirait trois intérêts.

En premier lieu, étudier les principes du droit des offres permettrait de saisir la teneur de chacun d'eux, leur valeur précise, les conséquences qui leur sont propres et les fonctions qu'ils revêtent. En tâchant de préciser l'identité et le rôle des principes, la recherche contribuerait à ce que la pratique en fasse un usage plus réfléchi. Déterminer les liens qu'entretiennent les principes des offres avec les impératifs issus d'autres branches du droit renforcerait également la sécurité juridique des acteurs du marché, qui seront alors à même d'anticiper la réception juridique des mesures qu'ils envisagent de prendre.

En second lieu, analyser le droit des offres au prisme de ses principes pourrait fournir une nouvelle clé de lecture de cette réglementation qui en améliorerait la compréhension et en faciliterait l'enseignement. L'étude serait même susceptible d'introduire un élément de cohérence interne à cette branche du droit.

³²⁶ M.-A. FRISON-ROCHE, « Pour une conception humaniste du droit des affaires » in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.985 et s., *spéc.* p.986.

En dernier lieu, réussir à classer les principes des offres en deux catégories, à savoir les principes directeurs et les principes généraux, améliorerait encore la connaissance juridique. L'opération permettrait de distinguer ce qui ne devrait être confondu : toute dissemblance de nature entre deux notions impliquant, par définition, une dissemblance de régime. Elle fixerait ainsi des bornes claires à l'utilisation de chaque principe, en évitant que l'un d'eux soit employé pour servir des finalités étrangères à sa raison d'être. La somme de ces intérêts justifie qu'une étude des principes du droit des offres soit entreprise.

88. Annonce du plan de l'étude. L'objet, le champ et les intérêts de l'étude présentés, il ne reste désormais qu'à annoncer que les développements à venir suivront la division binaire annoncée. L'étude des principes directeurs (**Partie 1**) précédera celle des principes généraux du droit des offres (**Partie 2**).

PARTIE 1

LES PRINCIPES DIRECTEURS DES OFFRES PUBLIQUES

Annonce. Dans une matière donnée, les principes directeurs peuvent être définis comme des normes juridiques dotées d'une grande force de rayonnement qui s'exprime par le nombre particulièrement important de règles qui en sont l'expression et, éventuellement, par une certaine longévité³²⁷. Les qualités qu'ils revêtent expliquent qu'ils puissent endosser des fonctions particulières de présentation et de construction d'une branche du droit. En pratique, plusieurs impératifs peuvent prétendre à la qualification de principes directeurs des offres publiques d'acquisition. Les risques attachés à l'utilisation des principes impliquent de déterminer avec exactitude l'identité des principes qui régissent la réglementation. L'identification des principes directeurs (**Titre 1**) précèdera donc l'étude de leurs fonctions (**Titre 2**).

³²⁷ V. *supra* n°48 et s.

TITRE 1

L'IDENTIFICATION DES PRINCIPES DIRECTEURS

89. Méthode suivie. Les développements qui précèdent ont permis de dégager une définition des principes directeurs qui repose sur deux critères d'identification cumulatifs, formel et matériel. La mise en œuvre du critère formel ne pose pas de difficulté particulière. En vertu de ce critère, sont considérés comme directeurs les principes formellement désignés comme tels³²⁸. Le tour d'horizon des travaux ayant pour objet les principes des offres révèle néanmoins que de nombreux principes sont qualifiés de « directeur » par la doctrine. Dans son ouvrage de référence, Monsieur Alain Viandier distingue cinq principes directeurs des offres : la prévalence de l'intérêt de l'actionnaire, l'égalité de traitement et d'information des actionnaires, la transparence et l'intégrité du marché, la loyauté dans les transactions et la compétition et le respect de l'intérêt social des sociétés concernées, société cible comme société initiatrice³²⁹. Dans un article consacré aux principes directeurs des offres, Monsieur Frédéric Peltier dégage huit principes directeurs, répartis en trois catégories : les principes essentiels, que sont l'absence d'entrave à l'émergence du prix optimum d'un changement de contrôle et la légitimité des défenses anti-offre, les principes fédérateurs des offres, qui s'organisent autour de l'égalité, de la transparence et de la loyauté, et enfin les principes relatifs aux défenses, à savoir la prévalence de l'intérêt des actionnaires, l'exception de réciprocité des défenses et le respect de l'intérêt social³³⁰. À l'opposé, Messieurs Biard et Mattout érigent deux principes au rang de principes directeurs des offres : l'égalité, la rupture du contrat d'investissement et le principe complémentaire d'équité³³¹. Dans sa thèse de doctorat, Monsieur Georges Lekkas retient quant à lui la transparence et le traitement égalitaire pour seuls principes directeurs³³². À l'occasion des récentes affaires Prologue et Veolia, plusieurs auteurs ont érigé en principes directeurs des offres l'égalité des

³²⁸ V. *supra* n°46.

³²⁹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°78.

³³⁰ F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres », *op cit.*

³³¹ J.-F. BIARD, J.-P. MATTOUT, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*

³³² G. LEKKAS, *L'Harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs. Étude comparée des règles en vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique*, préf. A. Viandier, LGDJ, 2000, n°106.

actionnaires, la transparence des marchés, le libre jeu des offres et des surenchères et la loyauté³³³.

Au total, près de onze impératifs différents ont été érigés au rang de principes directeurs des offres. Cette surabondance est pourtant incompatible avec la nature même de ces principes : ayant vocation à régir une branche du droit en son entier, les principes directeurs sont nécessairement en nombre limité³³⁴. Un tri doit donc être opéré. Pour l'effectuer, il faut adjoindre au premier critère d'identification un critère d'ordre matériel. En vertu de celui-ci, seuls doivent être qualifiés de directeurs les principes proprement juridiques, spécifiques aux offres publiques et dotés d'une grande force de rayonnement³³⁵. L'adjonction de ce critère mène à exclure les impératifs d'intégrité du marché et la question de l'intérêt social, nullement propres à la procédure d'offre³³⁶. Le jeu du critère matériel aboutit à écarter ensuite les notions incapables de fonder le détail des règles relatives aux offres publiques. Il en est ainsi de l'impératif d'équité, trop fuyant pour expliquer la réglementation³³⁷. Il en est de même des notions de prix optimum ou des défenses anti-offres, dont la force de rayonnement se limite à quelques dispositifs particuliers. Enfin, l'égalité de traitement des actionnaires, la loyauté et la libre compétition constituent des principes généraux des offres et feront à ce titre l'objet de développements ultérieurs³³⁸.

90. Annonce. Au résultat, la mise en œuvre des critères formels et matériels révèle que derrière la montagne de principes élevés au rang de principes directeurs des offres, deux seulement revêtent cette qualité. Il convient maintenant de démontrer que la transparence (**Chapitre 1**) et la protection des actionnaires minoritaires (**Chapitre 2**) constituent les véritables principes directeurs des offres publiques.

³³³ A.-C. MULLER, « Réglementation des offres publiques. Caractère d'ordre public », *Rev. Soc.* 2021, p.614 et s., *spéc.* p.615-616 ; N. RONTCHVESKY, « La réglementation des OPA et ses principes directeurs relèvent d'un ordre public économique de direction », *Bull. Joly Bourse* sept. 2021, p.34, *spéc.* n°22 et n°24 ; D. MARTIN, « L'incessibilité ou la cession d'actifs d'une société cible d'une offre publique est-elle possible et dans quelles conditions ? », *préc.*, n°25

³³⁴ J. HÉRON, Th. Le BARS, *Droit judiciaire privé*, 6^e éd., LGDJ, 2015, n°260 ; Y.-M. LAITHIER, « Les principes directeurs du droit des contrats en droit comparé », *préc.*, p.429-430.

³³⁵ V. *supra* n°48 et n°49.

³³⁶ Sur ces impératifs v. *infra* n°648 et s., n°671 et s.

³³⁷ V. *infra* n°162 et n°163.

³³⁸ V. *infra* n°450 et s.

CHAPITRE 1. LE PRINCIPE DIRECTEUR DE TRANSPARENCE

91. Un concept à la fois omniprésent et insaisissable. L'exigence de transparence, « maître mot du monde moderne »³³⁹, a envahi les terres du droit. Essentielle à l'efficience des marchés, la transparence inonde le discours juridique et occupe la première place sur la scène financière. En pratique pourtant, la transparence est généralement employée sans être définie et son prétendu caractère fondamental est plus souvent proclamé que démontré³⁴⁰. L'observation vaut tout autant pour le droit des offres publiques. En effet, si la transparence est parfois présentée comme un principe directeur des offres³⁴¹, le sens donné au mot n'est que rarement précisé. Ériger la transparence en principe directeur implique pourtant de la définir, puisque « c'est dans le sens des mots qu'on en découvre la pensée »³⁴².

92. Annonce. Étudier la transparence impose donc un effort préliminaire de définition (**Section préliminaire**). Une fois le sens de la notion éclairé, le rayonnement de l'exigence de transparence (**Section 1**) ainsi que son caractère juridique (**Section 2**) pourront être recherchés.

Section Préliminaire. Éléments de définitions

93. Annonce. Appréhender la transparence implique d'abord de distinguer la notion de ce qu'elle n'est pas. Une définition négative de la transparence (§1) précèdera sa définition positive (§2).

³³⁹ P. BÉZARD, « Connaissance de l'actionnariat », *RJC* 1990, n° spéc., p.16.

³⁴⁰ J.-F. KERLÉO, *La transparence en droit. Recherche sur la formation d'une culture juridique*, Préf. G. Tusseau, Mare et Martin, 2015, n°13.

³⁴¹ V. not. A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°78 ; G. LEKKAS, *L'Harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs. Étude comparée des règles en vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique*, *op cit.*, n°106 ; F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques », *op cit.*, n°1025 ; A.-C. MULLER, « Réglementation des offres publiques. Caractère d'ordre public », *préc.*, p.615-616 ; N. RONTCHVESKY, « La réglementation des OPA et ses principes directeurs relèvent d'un ordre public économique de direction », *préc.*, n°22 et n°24 ; D. MARTIN, « L'incessibilité ou la cession d'actifs d'une société cible d'une offre publique est-elle possible et dans quelles conditions ? », *préc.*, n°25.

³⁴² Ph. MALAURIE, « Transparence financière et institutionnelle », *LPA* 22 août 2008, p.3.

§1. La définition négative de la transparence

94. Annonce. Cerner ce que signifie l'exigence de transparence nécessite de l'isoler d'autres concepts voisins, avec lesquelles elle est souvent assimilée à tort. La transparence ne doit ainsi pas être confondue avec l'information (I), la publicité (II) ou la protection (III).

I. La transparence et l'information

95. L'information n'est pas la transparence. Si les deux notions sont parfois définies l'une par l'autre, elles doivent néanmoins être distinguées. Sur deux aspects au moins, transparence et information ne sauraient être prises pour synonymes.

96. Une différence de domaine. En premier lieu, les deux concepts n'appartiennent pas au même domaine. Tandis que l'information relève du droit commun, la transparence fait figure de concept de marché³⁴³. Ainsi, contrairement à l'information qui est susceptible de revêtir bien des emplois, la transparence sert avant tout des finalités économiques. Pour ce faire, la transparence use de l'information, mais ne se limite pas à elle : l'information n'est que l'instrument de la transparence. Elle n'en constitue qu'un des rouages³⁴⁴.

97. Une différence de degré. En second lieu, l'exigence de transparence apparaît comme une évolution de l'obligation d'information. En effet, l'information, devenue insuffisante et inapte à gérer les maux de la société contemporaine, s'est progressivement transformée en transparence, qui fait en quelque sorte figure de mutation de l'information³⁴⁵. La transparence est ainsi dotée d'un degré d'exigence plus fort³⁴⁶. Elle implique une certaine dose de clarté et d'intelligibilité que ne suppose pas nécessairement une information brute. En outre, et contrairement à l'information, la transparence n'exige pas de demander pour savoir, elle ordonne de laisser voir³⁴⁷. C'est ici que la différence principale entre les deux

³⁴³ M. GERMAIN, « Transparence et information », *LPA* 19 nov. 1997, p.16.

³⁴⁴ F. DRUMMOND, « L'information exigée : L'information des actionnaires et des investisseurs », *RJC* 2005, n° spéc., p.15 et s., spéc. p.16 ; P. CLERMONT, *Le droit de la communication financière*, préf. N. Molfessis, Joly, 2009, p.X.

³⁴⁵ E. BLARY-CLÉMENT, J.-C. DUHAMEL, « Préface », in *2001-2010 : dix ans de transparence en droit des sociétés*, (dir.) E. Blary-Clément, J.-C. Duhamel, Artois Presse Université, 2011, p.7 et s., spéc. p.7-8. Pour une analyse proche v. E. GARAUD, *La transparence en matière commerciale*, (dir.) D. Legeais, Limoges, 1995, n°4.

³⁴⁶ M. GERMAIN, « Transparence et information », *préc.*, p.16 ; K. SERGAKIS, *La transparence des sociétés cotées en droit européen*, préf. J.-J. Daigre, IRJS, 2013, p.4.

³⁴⁷ L. AYNÈS, « L'obligation de loyauté », *APD* 2000, p.195 et s., spéc. p.197 ; M.-A. FRISON-ROCHE, « Régulation et droit des sociétés. De l'article 1832 du Code civil à la protection du marché de l'investissement », in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly, 2005, p.255, spéc. n°26.

notions se situe : alors que l'obligation d'information impose à celui qui y est assujéti de répondre à une sollicitation, la transparence le contraint à délivrer l'information sans qu'une demande spécifique ait été formulée³⁴⁸.

II. La transparence et la publicité

98. La publicité n'est pas la transparence. La transparence est régulièrement associée à la publicité. Pourtant, les deux notions peuvent être distinguées à plusieurs niveaux : celui de leur origine, de leur force d'évocation et de leur rôle à l'égard de l'information.

Historiquement, c'est le terme de publicité qui apparaît en premier. L'expression « transparence » est, elle, absente du vocabulaire de la fin du XVIII^{ème} siècle³⁴⁹. L'idée de transparence est donc plus récente, et gagne aujourd'hui les terres traditionnelles de la publicité. Ensuite, et contrairement à la publicité, la transparence mobilise une image, une idée-force. La transparence fascine, ce qui explique la prédilection pour ce terme plutôt que celui de publicité dans la sphère politique³⁵⁰. Enfin, transparence et publicité se distinguent quant à leur rôle à l'égard de l'information. La transparence renvoie à l'accès à l'information, mais ne présuppose pas l'accès effectif à celle-ci. À l'opposé, la publicité exprime l'idée que l'information est effectivement diffusée, assimilée, et prise en compte par son destinataire³⁵¹. Si la transparence est une condition de la publicité, elle n'en est pas la garantie.

III. La transparence et la protection

99. La transparence participe de la protection. En droit des offres, la transparence ne se confond pas non plus avec l'exigence de protection des investisseurs. Évidemment, les deux notions ne sont pas sans rapport : la transparence concourt directement à la protection des investisseurs sur le marché³⁵². À l'occasion du dépôt d'un projet d'offre publique, la Cour d'appel de Paris a d'ailleurs rappelé que l'obligation d'information à la charge de l'auteur du

³⁴⁸ J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, préf. F. Drummond, Dalloz, 2014, n°17.

³⁴⁹ G. PUYDEBOIS, *La transparence de la vie publique en France*, (dir.) F. Mélin-Soucramanien, Bordeaux, 2019, n°12 ; S. BAUME, « La transparence dans la conduite des affaires publiques. Origine et sens d'une exigence », *Raison publique* 2011/7, p.1.

³⁵⁰ S. BAUME, « La transparence dans la conduite des affaires publiques. Origine et sens d'une exigence », *préc.*

³⁵¹ D. NAURIN, « Transparency, Publicity, Accountability – The missing links », *Swiss Political Science Review* 2006, p.90 et s., *spéc.* p.91.

³⁵² M.-A. FRISON-ROCHE, « Le droit financier entre volontés et informations », in *Mélanges en l'honneur de Michel Jeantin*, Dalloz, 1999, p.11 et s., *spéc.* p.16.

projet « a pour objet de permettre aux actionnaires de la société cible d'apprécier, et de comparer, l'intérêt d'apporter leurs titres à l'offre, mais aussi de les conserver »³⁵³. L'idée n'est pas nouvelle. Dans le cadre de l'obligation précontractuelle d'information, l'information délivrée à l'un des contractants vise avant tout à lui permettre de s'engager en disposant des connaissances suffisantes. La transparence et la circulation d'informations qu'elle implique protègent le consentement donné³⁵⁴. La transparence joue le même rôle sur les marchés financiers. Garantir la transparence des opérations participe directement à protéger les investisseurs, comme en témoigne le titre V du livre IV du Code monétaire et financier, consacré à « la protection des investisseurs », et qui s'ouvre sur un chapitre intitulé « la transparence des marchés ». Un manquement à l'exigence de transparence, en ce qu'il attente directement à la protection de l'ensemble des investisseurs, sera donc considéré comme particulièrement grave, et sanctionné en conséquence par l'autorité de marché³⁵⁵.

100. Mais la protection n'est pas la transparence. Il reste que malgré leurs liens, les deux notions ne sauraient être amalgamées. La transparence ne se résume pas à l'idée de protection et, inversement, les mécanismes de protection ne consistent pas seulement à garantir la transparence du marché.

Le dispositif imposant le dépôt d'une offre publique d'achat témoigne du fait que la protection des investisseurs ne s'épuise pas dans l'exigence de transparence. En vertu de l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier, toute personne qui vient à détenir plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée, ou qui détient un nombre compris entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote et qui, en moins de douze mois consécutifs, augmente sa participation dans la société d'au moins un 1 % du capital ou des droits de vote, est tenue de déposer un projet d'offre en vue d'acquérir la totalité des titres de la société concernée. Par principe, le prix proposé pour l'achat des titres visés par l'offre doit alors être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de dépôt du projet d'offre³⁵⁶. L'existence d'un tel dispositif illustre que garantir la transparence du marché ne suffit pas à

³⁵³ CA Paris n°16/20478, 14 mars 2017 ; *Rev. dr. banc. fin.* mai 2017, comm. 137, note A. Soilleux ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2017, p.341, note A. Gaudemet ; *RTDF* 2018/1, p.53, obs. D. Martin, B. Kanovitch et M. Epelbaum.

³⁵⁴ J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, *op cit.*, n°250.

³⁵⁵ AMF, Com. Sanct., SAN-2015-20, 4 déc. 2015, *Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd* ; *Bull. Joly Bourse* avr. 2016, p.143, note F. Barrière ; *ibid*, p.154, note P. Barban ; *Dr. Soc.* mai 2016, comm. 86, note R. Vabres ; *Rev. dr. banc. et fin.* 2016, comm. 45, note J. Chacornac : « Considérant que pour apprécier la gravité des manquements commis, il y a lieu de prendre en considération l'importance que revêt la transparence des marchés pour la protection de l'ensemble des investisseurs ».

³⁵⁶ Art. L.433-3 Code mon. fin. ; Art. 234-1 et s. RG AMF.

assurer la correcte protection des intérêts des investisseurs. Cette protection implique d'autres formes d'interventions³⁵⁷.

De la même façon, l'exigence de transparence n'a pas seulement pour but de protéger les titulaires de titres visés par l'offre³⁵⁸. Il est des situations où la transparence vise plus directement à informer l'initiateur d'une offre de ses chances de succès qu'à protéger les porteurs de titres. Ainsi, l'obligation pour la société cible de communiquer dans sa note en réponse les éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'offre³⁵⁹, et celle qui lui impose d'informer l'AMF si son conseil d'administration entend mettre en œuvre une mesure susceptible de faire échouer l'offre³⁶⁰, existent avant tout pour permettre à l'initiateur de l'offre de modifier ou de renoncer à son projet³⁶¹.

Les domaines des exigences de protection et de transparence ne se recouvrent ainsi pas entièrement. Cette précision faite, il faut maintenant saisir ce que la transparence signifie positivement.

§2. La définition positive de la transparence

101. Une qualité et un outil. La difficulté a été relevée par plusieurs auteurs : échafauder une définition positive de la transparence n'est pas chose aisée³⁶². Il semble toutefois possible de considérer que la transparence est à la fois une qualité et un outil.

102. La transparence est la qualité de ce qui laisse transparaitre. Étymologiquement, transparence renvoie à *trans* et *parens*. Elle désigne ainsi ce qui est « proche » et « paraît au travers de »³⁶³. Rapidement pourtant, le contenu sémantique du mot a glissé vers la qualité

³⁵⁷ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, (dir.) Y. Guyon, Paris I, 1999, n°844 ; D. MARTIN, G. BUGE, « Offres publiques et conflits d'intérêts », *Journ. Sociétés* févr. 2009, p.20 et s., *spéc.* p.25 et p.29.

³⁵⁸ A. COURET, « Cession des sociétés cotées et protection des minoritaires », *Bull. Joly Soc.* 1992, p.363 et s., *spéc.* p.367.

³⁵⁹ Art. 231-19 2° RG AMF.

³⁶⁰ Art. 231-7 RG AMF.

³⁶¹ Art. 232-11 RG AMF.

³⁶² Soulignant la difficulté, v. Cl. LUCAS De LEYSSAC, G. PARLEANI, *Droit du marché*, PUF, 2002, p.229 ; P. CLERMONTTEL, *Le droit de la communication financière, op cit.*, p.33 ; S. ATSARIAS, « De la transparence dans les relations précontractuelles en droit privé des contrats », in *Mélanges en l'honneur de Claire Saint-Alary-Houin*, LGDJ, 2020, p.17 et s., *spéc.* p.18.

³⁶³ F. GAFFIOT, *Dictionnaire illustré latin-français*, Hachette, 1934, p.1115 et p.1591 ; J.-F. KERLÉO, *La transparence en droit, Recherche sur la formation d'une culture juridique, op cit.*, n°4.

de ce qui laisse transparaître³⁶⁴. Les dictionnaires ont depuis cristallisé ce glissement en définissant le terme comme la « *qualité* » de ce qui est visible par tous³⁶⁵, de ce qui fait apparaître la réalité³⁶⁶, et laisse pénétrer la lumière³⁶⁷. C'est cette même acception qui est retenue lorsque la transparence est mobilisée dans la sphère juridique³⁶⁸. En droit commercial, la transparence désigne ainsi la qualité de ce qui, dans le comportement d'une personne donnée, est livré sans énigmes³⁶⁹.

103. La transparence est une qualité au service d'une finalité. Au-delà d'une qualité, la transparence désigne également un outil. La transparence est toujours au service d'une fin³⁷⁰. Comme le relève Guy Carcassonne, la transparence n'est qu'un moyen d'atteindre une ou plusieurs finalités supérieures³⁷¹. En droit des contrats, la transparence a ainsi pour but de moraliser la vie contractuelle³⁷². En droit de la concurrence, elle constitue un outil à la disposition des autorités afin d'assurer la saine concurrence sur le marché³⁷³.

Les décisions du Conseil constitutionnel le confirment. La transparence n'est pas, « en elle-même », un principe à valeur constitutionnelle³⁷⁴. Elle fait seulement figure d'objectif d'intérêt général³⁷⁵. La précision a son importance. Simple moyen, la transparence ne saurait être recherchée pour elle-même et devenir une fin en soi.

104. Conclusion de Section. Distinguée de l'information, de la publicité et de la protection, la transparence apparaît comme la qualité de ce qui laisse apparaître la réalité, et comme un outil au service d'une fin particulière. Ces éléments de définition apportés, il

³⁶⁴ C. LUCAS De LEYSSAC, G. PARLEANI, *Droit du marché*, op cit., p.228-229 ; J.-F. KERLÉO, *La transparence en droit*, *Recherche sur la formation d'une culture juridique*, op cit. n°4.

³⁶⁵ V. « transparence » in *Le petit Robert illustré*, 2018.

³⁶⁶ V. « transparence » in *Le Petit Robert*.

³⁶⁷ V. « transparence » in *Le Littré*.

³⁶⁸ N. VIGNAL, *La transparence en droit privé des contrats*, préf. J. Mestre., PUAM, 1998, n°19.

³⁶⁹ E. GARAUD, *La transparence en matière commerciale*, op cit., n°4.

³⁷⁰ N. VIGNAL, *La transparence en droit privé des contrats*, op cit., n°225-226.

³⁷¹ G. CARCASSONNE, « Le trouble de la transparence », *Pouvoirs* avr. 2001, p.17 et s., *spéc.* p.19.

³⁷² Cf. LUCAS De LEYSSAC, G. PARLEANI, *Droit du marché*, op cit., p.228-229.

³⁷³ N. VIGNAL, *La transparence en droit privé des contrats*, op cit., n°227 et s.

³⁷⁴ Cons. Const., déc. n°93-335 DC, 21 janv. 1994, *Loi sur l'urbanisme et la construction*, cons. n°27.

³⁷⁵ Cons. Const., déc. n°92-316 DC, 20 janv. 1993, *Loi relative à la prévention de la corruption et à la transparence de la vie économique et des procédures publiques*, n°30, n°42 et n°46 ; déc. n°2013-369 QPC, 28 févr. 2014, *Société Madag*, n°9 ; *Bull. Joly Bourse* juin 2014, p.305, note M. Roussille ; *JCP E* 2014, 1118, note A. Couret ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2014, p.201, note H. Le Nabasque ; déc. n°2016-741 DC, 8 déc. 2016, *Loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique*, n°25 ; déc. n°2018-771 DC, 25 oct. 2018, *Loi pour l'équilibre des relations commerciales dans le secteur agricole et alimentaire et une alimentation saine, durable et accessible à tous*, n°8.

importe désormais de vérifier que la transparence constitue bien un principe directeur des offres. À ce titre, il convient de s'assurer que cette exigence est dotée d'un rayonnement particulier et qu'elle revêt bien un caractère juridique.

Section 1. Le rayonnement de l'exigence de transparence

105. Annonce. Le caractère directeur d'un principe dépend de sa force de rayonnement. Deux aspects, d'inégale valeur, en permettent la mesure³⁷⁶. Le premier fait écho à la capacité du principe à fonder la majorité des règles qui régissent la matière étudiée. Le second est lié à la permanence du principe, à son ancrage historique. En droit des offres, l'exigence de transparence remplit mieux que toute autre ces deux aspects. Son ubiquité (§1) et sa longévité (§2) en témoignent.

§1. L'ubiquité de l'exigence de transparence

106. Annonce. L'ubiquité de l'exigence de transparence en période d'offre ressort à la fois de la quantité considérable de dispositions qui se rattachent à cette exigence (I) et des nombreuses décisions qui y font écho (II).

I. La transparence dans la réglementation des offres

107. Une exigence consubstantielle à l'idée de marché. La transparence sur les marchés est traditionnellement présentée comme une donnée essentielle. Participant du bon fonctionnement des marchés, elle est une des conditions nécessaires à leur efficience. Elle assure que sur un marché donné, les prix reflètent, à chaque instant, la valeur fondamentale des actifs qui s'y négocient³⁷⁷. Selon le modèle élaboré par l'économiste Eugene Francis Fama, l'efficience d'un marché financier suppose l'inexistence des coûts de transaction lors de l'achat et de la vente de valeurs mobilières, l'accès immédiat et gratuit de tous les investisseurs à l'ensemble des informations disponibles, et un consensus quant aux incidences de ces informations sur le prix actuel et la distribution des prix futurs de chaque

³⁷⁶ V. *supra* n°49.

³⁷⁷ E. F. FAMA, "Efficient capital markets : A review of Theory and Empirical Work", *J. Fin.* 1970, vol.25, p.383 ; "Efficient capital Markets II", *J. Fin.* 1991, vol.46, p.1575.

titre³⁷⁸. Ces conditions étant difficiles, voire impossibles à réunir, plusieurs degrés d'efficacité peuvent se rencontrer. L'efficacité peut ainsi être faible, semi-forte ou forte. Suivant ce modèle économique, le degré d'efficacité est pleinement fonction des informations accessibles, et donc du niveau de transparence. Plus le degré de transparence est élevé, plus le marché est considéré comme efficace et donc, mieux à même de refléter l'exacte valeur des actifs sous-jacents.

Si ce modèle classique est désormais remis en cause³⁷⁹, il explique néanmoins pourquoi la transparence continue à être présentée comme l'exigence cardinale des marchés financiers³⁸⁰. Le régulateur souscrit d'ailleurs pleinement à ce schéma de pensée, rappelant dans ses propres décisions de sanction que « Les marchés financiers ne peuvent être efficaces que si les opérations qui s'y déroulent sont réalisées dans la plus grande transparence », et qualifiant en conséquence la transparence de « principe boursier »³⁸¹. Au cœur de la réglementation économique, la transparence constituerait l'élément clé, l'objectif permanent des autorités financières³⁸². Le titrage des lois, règlements et directives qui régissent le droit des affaires suffit à en témoigner³⁸³.

³⁷⁸ E. F. FAMA, "Efficient capital markets : A review of Theory and Empirical Work", *préc.*, p.387.

³⁷⁹ Deux mouvements ont contribué à remettre en cause le cadre d'analyse traditionnel. Le premier est issu des travaux économiques liés à l'école de la finance comportementale. Selon les tenants de cette école, la théorie financière moderne reposerait sur des hypothèses simplificatrices et sur une rationalité présumée des acteurs économiques. Or, de nombreuses études démontrent que ces acteurs, du fait de biais comportementaux, n'interprètent pas l'information de façon cohérente, ce qui réduit en conséquence l'intérêt d'un haut degré de transparence sur le marché (S. CHIKH, P. GRANDIN, *Finance Comportementale*, Economica, 2016, p.107 et s. et les auteurs cités par eux ; *adde* les travaux de D. KAHNEMAN, R. SCHILLER, R.-H. THALER et A. TVERSKY, cités *supra* note 244). Le second mouvement provient de la remise en cause du rôle joué par la transparence sur un marché. Selon certains économistes, la transparence et l'information ne permettraient pas de refléter la valeur réelle des biens échangés sur le marché, puisque cette valeur ne préexisterait pas au marché. En conséquence, l'information créerait la valeur, et en tant que telle, ne la communiquerait pas (A. ORLÉAN, *L'empire de la valeur, refonder l'économie*, Points, 2013, p.287 et s.).

³⁸⁰ B. KEITA, *Essai sur la contribution de la Commission des sanctions de l'AMF à la régulation financière*, préf. A. Couret, IRJS, 2017, n°467 ; M. NDIAYE, *L'inégalité entre associés en droit des sociétés*, (dir.) D. Poracchia, Paris I, 2017, n°92.

³⁸¹ COB, Com. Sanct., 7 oct. 2003, *Sidel* ; *Bull COB* oct. 2003, n°383, p.37.

³⁸² Th. BONNEAU, P. PAILLER et *alii*, *Droit financier, op cit.*, n°1163.

³⁸³ Au niveau national v. not. Loi n°89-531 du 2 août 1989 *relative à la sécurité et à la transparence du marché financier* ; Loi n°2016-1691 du 9 déc. 2016 *relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique* ; Ord. n°2019-359 du 24 avril 2019 *portant refonte du titre IV du livre IV du code de commerce relatif à la transparence, aux pratiques restrictives de concurrence et aux autres pratiques prohibées*. Au niveau européen, voir not. Règl. dél. n°231/2013/UE du 19 déc. 2012 *complétant la directive 2011/61/UE en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance* ; Dir. n°2013/50/UE du 22 oct. 2013 *modifiant la directive 2004/g/CE il sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE* ; Règl. d'exéc. n°908/2014/UE du 6 août 2014 *portant modalités d'application du règlement n°1306/2013 en ce qui concerne les organismes payeurs et autres entités, la gestion financière, l'apurement des comptes, les règles relatives aux contrôles, les garanties et la transparence* ; Règl. n°2015/2365/UE du 25 nov. 2015 *relatif à la transparence des opérations de financement sur titres*

108. Une exigence renforcée en période d'offre. Consubstantiel à l'idée de marché, l'impératif de transparence ne se limite pas à la période d'offre, période qui s'écoule entre la publication du projet d'offre et son résultat définitif³⁸⁴. Mais si l'impératif ne se borne pas à cette période particulière, plusieurs auteurs relèvent qu'il s'y trouve néanmoins renforcé³⁸⁵. Le déclenchement de la procédure d'offre constituerait ainsi une « ligne de fracture fondamentale » entre la période ordinaire du marché, celle des opérations courantes, et la période extraordinaire, celle des offres publiques, qui impliquerait une transparence accrue³⁸⁶. À cela, deux explications peuvent être avancées.

La première découle des ressorts sur lesquels est basée la réglementation des offres. La majorité des règles régissant les offres repose sur le franchissement de seuils en capital et en droits de vote³⁸⁷. L'application du droit des offres exige en conséquence d'avoir une constante visibilité sur la structure et les évolutions du capital et des droits de vote des sociétés concernées, ce que permet l'impératif de transparence. La transparence constitue ainsi un prérequis nécessaire à la mise en œuvre de la réglementation des offres. La seconde justification réside dans le contexte dans lequel s'inscrivent les offres publiques

de la réutilisation et modifiant le règlement n°648/2012 ; Règl. dél. n°2017/567/UE du 18 mai 2016 complétant le règlement n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les définitions, la transparence, la compression de portefeuille et les mesures de surveillance relatives à l'intervention sur les produits et aux positions ; Règl. dél. n°2017/577/UE du 13 juin 2016 complétant le règlement n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers par des normes techniques de réglementation sur le mécanisme de plafonnement des volumes et la fourniture d'informations aux fins de la transparence et d'autres calculs ; Règl. dél. n°2017/587/UE du 14 juill. 2016, complétant le règlement (UE) no 600/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers par des normes techniques de réglementation relatives aux obligations de transparence applicables aux plates-formes de négociation et aux entreprises d'investissement pour les actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et instruments financiers analogues, et aux obligations d'exécution des transactions sur certaines actions via une plate-forme de négociation ou par un internalisateur systématique ; Règl. dél. n°2017/1799/UE du 12 juin 2017 complétant le règlement n°600/2014 en ce qui concerne l'exemption de certaines banques centrales de pays ou territoires tiers, dans le cadre de leur politique monétaire, de change et de stabilité financière, des obligations de transparence pré-négociation et post-négociation ; Règl. n°2019/1150/UE du 20 juin 2019 promouvant l'équité et la transparence pour les entreprises utilisatrices de services d'intermédiation en ligne.

³⁸⁴ Art. 231-2 al.6 RG AMF. Sur cette période v. *infra* n°761.

³⁸⁵ E. GARAUD, *La transparence en matière commerciale*, *op cit.*, n°156 et s. ; F. PELTIER, « Règles de bonne conduite des OPA », *Bull. Joly Bourse* janv. 1999, p.21 et s., *spéc.* p.29 ; M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain, De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, *op cit.*, n°310 ; J.-M. MOULIN, J.-C. PAGNUCCO, *Le droit de l'ingénierie financière*, Lextenso, 2023, n°659 et s.

³⁸⁶ J.-J. DAIGRE, F. BASDEVANT et D. BOMPOINT, « Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées », *Actes prat. et ing. soc.*, juill.-août 2002, p.5.

³⁸⁷ Ainsi l'offre publique obligatoire régie par les art. 234-1 et s. du RG AMF, les offres publiques de retrait mentionnées aux art. 236-1, 236-2, 236-3, 236-4, et l'offre publique de retrait obligatoire prévue aux art. 237-1 et s. du RG AMF reposent toutes sur des franchissements de seuils. Les règles qui encadrent les offres publiques volontaires reposent aussi sur des seuils. Le seuil légal de caducité de l'offre (art. 231-9 RG AMF), le seuil de paralysie des clauses de plafonnement des droits de vote lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre (art. 231-54 RG AMF et L.22-10-47 Code com.) et les seuils d'effacement des restrictions à l'exercice des droits de vote ou de neutralisation des droits spéciaux de nomination et de révocation des dirigeants sociaux (231-55, 231-56 RG AMF, L.233-38 et L.233-39 Code com.) l'illustrent.

d'acquisition. Le contexte des prises de contrôle étant particulièrement sensible, il constitue souvent une période d'incertitude au sein des sociétés concernées. Le climat particulier des offres implique alors d'améliorer la circulation de l'information, sa qualité et sa quantité afin que toute personne concernée par l'offre puisse disposer des renseignements nécessaires à une prise de décision éclairée.

109. Illustrations. En droit des offres, la transparence semble donc dotée d'une résonance particulière. Cela se vérifie à la lumière des dispositions du Règlement général de l'AMF. Sur les 110 articles relatifs aux offres publiques présents au sein du titre III du livre II, et après avoir écarté la trentaine de dispositions qui posent des définitions ou concernent le fonctionnement de mécanismes particuliers, près de la moitié des articles restants fixent des obligations d'information, en précisent le contenu ou les modalités de diffusion³⁸⁸. Témoinnant encore de l'importance attachée à la transparence en période d'offre, l'article 231-3 du RG AMF l'érige en principe. L'article d'ouverture de la section relative aux offres publiques au sein du Code monétaire et financier rappelle également que c'est « afin d'assurer la transparence » que l'autorité des marchés financiers est habilitée à fixer les règles relatives aux offres publiques³⁸⁹. De même, et bien que la transparence ne soit pas directement mentionnée par la directive OPA comme un principe régissant les offres³⁹⁰, il y est tout de même fait référence à trois reprises³⁹¹, ce qui a pu faire dire à un auteur que l'objectif majeur de la directive était de dessiner une transparence accrue de la structure du capital et du contrôle des sociétés³⁹². L'importance accordée à la qualité et à l'accès à l'information par les différents articles et considérants de la directive appuie le propos³⁹³.

Si les dispositions relatives au contenu de l'information ou à ses modalités de diffusion ont déjà fait l'objet d'une analyse détaillée par d'éminents spécialistes³⁹⁴, la mention de quelques exemples topiques permettra de souligner la résonance particulière de la transparence dans le contexte des offres. À ce titre, seront succinctement présentés le

³⁸⁸ Art. 231-5, 231-7, 231-13, 231-14, 231-16, 231-17, 231-18, 231-19, 231-20, 231-26, 231-27, 231-28, 231-29, 231-36, 231-37, 231-45, 231-46, 231-47, 231-48, 231-49, 231-50, 231-51, 232-9, 237-3, 237-5, 238-2, 238-2-1, 238-4-5 RG AMF. Sur ces dispositifs, v. *infra* n°224 et s.

³⁸⁹ Art. L.433-1 I Code mon. fin.

³⁹⁰ Cela s'explique par l'édiction, la même année, d'une directive européenne consacrée à la transparence dans les sociétés cotées (Dir. n°2004/109/CE du 15 déc. 2004 portant harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé).

³⁹¹ Cons. 3, 25 et art. 8 1° Dir. n°2004/25/CE, *préc.*

³⁹² M. LUBY, « Droit communautaire des sociétés en 2004 : cap sur la transparence », *Europe* mai 2005, ét. 5, n°12.

³⁹³ Cons. 12, 13, 15 et art. 3 1° b) et d), 6, 8, 10 Dir. n°2004/25/CE, *préc.*

³⁹⁴ M. LÉVY, P.-S. SERVAN-SCHREIBER, J. VEIL, « Information et communication dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.517 ; J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE, et alii, *Lamy droit du financement*, *op cit.*, n°2295 et s. ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1200 et s.

dispositif anti-rumeurs, les informations délivrées par l'initiateur et la société cible lors du dépôt d'une offre, les règles entourant la publication des pactes d'actionnaires, les obligations de déclaration de franchissements de seuils, et l'action de concert.

110. Dispositif anti-rumeur. L'écho particulier de la transparence dans le contexte des offres publiques ressort tout d'abord du dispositif anti-rumeur consacré par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006. Introduit à la suite de plusieurs rumeurs d'OPA ayant perturbé le marché au cours de l'année 2005³⁹⁵, ce dispositif constitué sur le modèle du « *put or shut up* » britannique permet à l'autorité de marché d'imposer à un opérateur de dévoiler ses intentions prédatrices dès avant le lancement officiel d'une offre publique. Le mécanisme, qui figure à l'article L.433-1 V du Code monétaire et financier, est précisé par les articles 223-32 à 223-35 du RG AMF. En vertu de ce dispositif, toute personne dont il y a des motifs raisonnables de penser qu'elle prépare une offre publique peut être tenue de déclarer ses intentions à l'AMF, qui les portera ensuite à la connaissance du public³⁹⁶. La réponse donnée par la personne interrogée n'est pas sans conséquences. Si l'intention de lancer une offre est confirmée, l'intéressé sera alors tenu de publier un communiqué portant sur les caractéristiques du futur projet d'offre, voire selon les cas, de déposer un projet d'offre³⁹⁷. La déclaration entraînera également l'ouverture de la période dite de pré-offre qui emporte un certain nombre de restrictions et d'obligations d'information³⁹⁸. *A contrario*, l'absence d'intention de déposer une offre entraînera l'interdiction de procéder au dépôt d'un projet d'offre dans les six mois consécutifs à la déclaration³⁹⁹. Un refus de répondre pourra mener l'AMF à recourir à l'injonction, voire, si les circonstances le justifient, à user de son pouvoir de sanction⁴⁰⁰. L'existence du dispositif démontre que la simple probabilité d'une opération emporte avec elle un besoin renforcé d'informations afin d'anticiper les offres publiques d'acquisition. Elle témoigne de l'importance primordiale de la transparence.

111. Note d'information et note en réponse. La résonance particulière de la transparence en période d'offre ressort également de la multitude d'informations que sont tenus de fournir l'initiateur d'une offre et la société visée. Une fois le principe de l'offre arrêté, le règlement général impose à l'initiateur d'accompagner son offre de deux séries d'informations : les premières sont contenues dans une note d'information, les secondes

³⁹⁵ AMF, *Communiqué*, 25 juill. 2005, *Danone* ; *Communiqué*, 21 déc. 2005, *Euronext NV*.

³⁹⁶ Art. 223-32 RG AMF.

³⁹⁷ Art. 223-33 RG AMF.

³⁹⁸ V. *infra* n°765.

³⁹⁹ Art. 223-35 RG AMF.

⁴⁰⁰ Sur ces pouvoirs, v. *infra* n°912 et s., n°918 et s.

figurent dans un document distinct qui présente les caractéristiques principales de l'initiateur. Le contenu de la note d'information s'avère extrêmement fourni. Onze rubriques sont ainsi énumérées à l'article 231-18 du Règlement général et se voient précisées par une instruction AMF⁴⁰¹. La note doit ainsi indiquer l'identité de l'initiateur, la teneur de l'offre, les intentions de l'initiateur pour les douze mois à venir, le droit applicable aux éventuels contrats conclus entre l'initiateur et les détenteurs de titres visés par l'offre, les accords relatifs à l'offre auxquels l'initiateur est partie ou dont il a connaissance, l'avis motivé de son organe de gouvernance quant à l'intérêt de l'offre, l'engagement éventuel de déposer une offre sur les sociétés cotées contrôlées par la société visée, les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques de l'initiateur ainsi que les modalités précises selon lesquelles les titres visés par l'offre seront acquis. Outre la transmission de cette note, le Règlement général impose que les informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'initiateur soient aussi communiquées au public via un second document, dont le contenu est précisé par instruction AMF⁴⁰². L'initiateur n'est cependant pas le seul à être assujéti à une transparence accrue. La société visée par l'offre doit également communiquer au public une note en réponse dont le contenu est décrit à l'article 231-19 du RG AMF. La note doit mentionner l'ensemble des clauses dont la société a connaissance et qui sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou sur son issue, le rapport de l'expert indépendant lorsque celui-ci est requis, l'avis du comité social et économique de la société, du comité social et économique, des délégués du personnel ou des membres du personnel, l'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de la société sur l'intérêt de l'offre et ses conséquences pour la société, ses actionnaires et ses salariés, les intentions des membres des organes sociaux d'apporter ou non leurs titres à l'offre, les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques de la société et, le cas échéant, les mesures susceptibles de faire échouer l'offre qu'elle a mise en œuvre ou décide de mettre en œuvre. Enfin, comme l'initiateur, la société visée par l'offre devra communiquer au public, via un autre document, ses principales caractéristiques juridiques, comptables et financières⁴⁰³.

112. Publicité des pactes d'actionnaires. La portée accrue de la transparence en période d'offre s'exprime aussi au travers des règles propres à la publicité des pactes d'actionnaires. En droit des contrats, le consensualisme est de principe : indifférent aux modes d'expression de la volonté contractuelle, les contrats n'ont, sauf exception, nul besoin d'être enregistrés ou publiés pour produire effets. Si le droit boursier bouleverse ce principe en imposant des

⁴⁰¹ AMF, Instr. DOC-2006-07, *préc.*

⁴⁰² Art. 231-28 RG AMF.

⁴⁰³ AMF, Instr. DOC-2006-07, *préc.*

obligations de publication qui aboutissent à faire perdre leur clandestinité aux accords passés entre actionnaires⁴⁰⁴, les offres publiques accentuent encore cette tendance⁴⁰⁵. Ainsi, l'incidence éventuelle d'un pacte sur le déroulement d'une offre suffit à rendre sa publication obligatoire. En témoigne l'article L.22-10-11 6° du Code de commerce, qui impose aux sociétés cotées de mentionner dans leur rapport de gestion les accords entre actionnaires « susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique d'achat ou d'échange » et qui peuvent « entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote ». De même, l'article L.233-11 du Code de commerce exige la transmission à l'AMF de toute clause prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote d'une société dont les actions sont négociées sur un marché réglementé. Si cette obligation d'information vaut à tout instant, elle ne se comprend qu'à la lumière des offres publiques. La sanction prévue en cas de manquement en témoigne. À défaut de transmission, les effets des clauses sont suspendus et les parties déliées de leurs engagements en période d'offre⁴⁰⁶. Le secret des pactes d'actionnaires s'effrite encore après le lancement de l'offre publique. Dès le dépôt d'un projet d'offre, toute clause susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue doit être transmise aux personnes concernées par l'offre, à l'AMF et au public⁴⁰⁷. C'est dire que si la transparence est une exigence générale du marché, elle n'atteint son zénith que dans le contexte des offres.

113. Franchissement de seuils. Les diverses déclarations obligatoires en cas de franchissement de seuils en capital ou en droit de vote renforcent cette idée. Considération prise que la répartition du capital est une information fondamentale, « en particulier lorsque deux actionnaires, ou groupes d'actionnaires se trouvent en concurrence pour obtenir la majorité ou une minorité de blocage, ou empêcher l'un d'entre eux d'y parvenir »⁴⁰⁸, l'autorité de marché milita dès le début des années 1970 pour l'introduction d'une réglementation relative aux franchissements des seuils du capital et des droits de vote des sociétés cotées. Inspiré par un impératif de transparence, le mécanisme visait à faire « apparaître les participations qui sans aller nécessairement jusqu'à conférer à leurs détenteurs un contrôle de droit ou de fait sont de nature à leur donner une influence sur la

⁴⁰⁴ D. OHL, « Les pactes d'actionnaires à l'épreuve du droit boursier » D.2011, p.323 et s., *spéc.* p.323 à p.326 ; J.-M. MOULIN « L'incidence du droit boursier sur les pactes d'actionnaires », in *Pacte d'associé ou clause statutaire : quel choix pour l'entreprise sociétaire ?*, (dir.) J. Raynard, LexisNexis, 2013, p.95 et s., *spéc.* p.100.

⁴⁰⁵ A. VIANDIER, « Le droit des sociétés à l'épreuve des offres publiques », *RJC* 2000, p.243, *spéc.* n°21-22.

⁴⁰⁶ Art. L.233-11 al.1 Code com.

⁴⁰⁷ Art. 231-5 RG AMF.

⁴⁰⁸ COB, *Rapport annuel* 1974, p.40.

gestion »⁴⁰⁹ et donc à assurer la correcte mise en œuvre de la réglementation des offres, encore embryonnaire à l'époque. Le dispositif, inséré dans le Code de commerce par une loi du 12 juillet 1985, retouché en 1989 afin de transposer la directive de 1988 relative au même sujet⁴¹⁰, et modifié à de nombreuses reprises depuis lors, figure désormais aux articles L.233-7 et s. du Code de commerce et 223-11 et s. du RG AMF. Mastodonte au service de la transparence⁴¹¹, le système des franchissements de seuils s'est continuellement perfectionné afin de prendre en compte les nouveaux instruments financiers issus de la pratique financière, et de refléter au plus près l'influence exacte de chaque détenteur de titres⁴¹². Aussi perfectionné soit-il, ce dispositif est encore augmenté en période d'offre par l'introduction des seuils additionnels. L'article 231-46 du Règlement général impose ainsi à l'initiateur et aux personnes détenant 5 % du capital ou des droits de vote de la société visée de déclarer toute intervention sur le marché des titres concernés par l'offre, à l'achat comme à la vente. La même obligation pèse sur les personnes qui, depuis le début de la période d'offre, ont accru leur détention d'au moins 1 % du capital de la société visée. Ajoutant au dispositif, l'article 231-47 du Règlement général prescrit à toute personne qui viendrait à accroître le nombre d'actions ou de droits de vote de la société visée par l'offre qu'elle possède d'au moins 2 %, ou qui détiendrait 5 % du capital ou des droits de vote et qui viendrait à augmenter sa participation, de déclarer immédiatement à l'AMF les objectifs qu'elle poursuit au regard de l'offre en cours. Ces obligations assurent un suivi serré de l'évolution des participations en période d'offre. Elles garantissent une plus grande prévisibilité du résultat des opérations.

114. Action de concert. L'action de concert sert cette même exigence de transparence. Introduit par la loi du 2 août 1989⁴¹³ afin de transposer la directive européenne relative aux franchissements de seuils qui faisait écho à la notion⁴¹⁴, le dispositif vise à assurer la correcte application de la réglementation des offres, qui exige de soumettre aux mêmes obligations les personnes qui poursuivent les mêmes fins⁴¹⁵. En introduisant l'action de concert en droit français, le législateur entendait ainsi « rétablir pour l'application des obligations

⁴⁰⁹ COB, *Rapport annuel* 1977, p.18.

⁴¹⁰ Dir. n°88/627/CE du 12 déc. 1988 *concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse*.

⁴¹¹ R. ELINEAU, « Franchissement de seuils », *Jur. class. soc.*, LexisNexis, 2020, n°2. L'autorité de régulation le souligne également (COB, *Rapport annuel* 2000, p.77 ; AMF, *Rapport annuel* 2009, p.4 et p.118).

⁴¹² V. *infra* n°228 et n°253.

⁴¹³ Art. 18 Loi n°89-531, *préc.*

⁴¹⁴ Art. 7 Dir. 88/627/CE *concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse*, 12 déc. 1988.

⁴¹⁵ On remarquera d'ailleurs que l'expression « action de concert » est née avec les premières offres publiques initiées en France. L'expression était ainsi utilisée par la COB pour désigner un groupe de personnes distinctes qui, du fait de leur parallélisme de comportement, devait être traité comme un ensemble homogène dans le contexte d'une offre publique (COB, *Rapport annuel* 1969, p.118 ; Art. 14 *déc. générale relative aux offres publiques*, 13 janv. 1970, *préc.*).

déclaratives de franchissement de seuil et de la réglementation des offres publiques, la réalité des actions concertées derrière la dissimulation des actions dispersées »⁴¹⁶. Si l'objectif ne ressortait pas clairement de la première définition de l'action de concert, c'est désormais le cas depuis la modification de l'article L.233-10 I du Code de commerce par la loi du 22 octobre 2010⁴¹⁷. L'article dispose que « Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société ». La disposition fait ainsi écho à l'article L.233-10-1 du Code de commerce, créé par la loi du 31 mars 2006⁴¹⁸, qui considère comme agissant de concert les personnes qui concluent un accord avec « l'auteur d'une offre publique visant à obtenir le contrôle de la société qui fait l'objet de l'offre » ou « avec la société qui fait l'objet de l'offre afin de faire échouer cette offre ».

115. Synthèse. La quantité de dispositifs ayant pour but de garantir une transparence accrue des comportements dans le cadre d'une offre fait déjà ressortir le rayonnement particulier de l'exigence dans ce contexte.

II. La transparence dans le contentieux des offres

116. La transparence dans la pratique décisionnelle des autorités. L'ubiquité de la transparence ne ressort pas seulement des différentes informations obligatoires en période d'offre. En effet, de nombreuses décisions de l'autorité de marché et du juge judiciaire opèrent une référence directe à la transparence et accentuent encore sa force de rayonnement. Deux pratiques peuvent être observées. La première consiste à élever la transparence au rang de *ratio legis* des règles mobilisées ; la seconde à la prendre en compte pour apprécier la gravité d'un manquement.

Avant de présenter ces utilisations, il est nécessaire de préciser que les développements du présent paragraphe n'ont pas pour objectif de recenser l'ensemble des occurrences de la notion de transparence ni d'en examiner la portée exacte. Ces points seront appréciés ultérieurement⁴¹⁹. Il s'agit seulement ici d'apprécier la résonance particulière de l'exigence dans le contentieux des offres.

⁴¹⁶ P. BÉRÉGEVOY, *Discours devant l'Assemblée nationale*, 18 avr. 1989.

⁴¹⁷ Loi n°2010-1249, *préc.*

⁴¹⁸ Loi n°2006-387, *préc.*

⁴¹⁹ V. *infra* n°224 et s.

117. Transparence et *ratio legis* de la règle. Ces précisions faites, le rayonnement de la transparence au sein des décisions rendues s'exprime d'abord par les nombreux renvois qui y sont faits pour expliquer la raison d'être des règles régissant les offres.

Les juridictions judiciaires soulignent régulièrement que des dispositions sont directement inspirées par l'impératif de transparence. Dans un arrêt du 18 mars 1988, la Cour d'appel de Paris a ainsi relevé que l'ancien article 189 du Règlement général des commissaires aux changes, qui imposait la transmission de tous les ordres sur le marché et interdisait les applications et opérations de contrepartie, tendait à « assurer la transparence des transactions pendant la durée de l'OPA »⁴²⁰. Plus récemment, dans une décision du 5 juillet 2018, la Commission des sanctions de l'AMF a observé que « l'obligation de déclaration des franchissements de seuil, qui permet d'assurer l'information du public sur l'évolution du capital et des droits de vote des sociétés cotées en vue de préserver la transparence du marché et l'égalité entre investisseurs, constitue un vecteur privilégié d'information concernant l'offre et la demande d'un titre »⁴²¹. Par une décision du 17 juin 2021, la Commission est encore venue rappeler que les obligations déclaratives prévues aux articles 231-46 et 231-47 du RG AMF « répondent à un impératif de transparence, qui est le gage de la protection des investisseurs et du bon fonctionnement du marché »⁴²², avant d'affirmer en conséquence « que leur respect est très important »⁴²³. Une précision identique figure dans une décision du 11 juillet 2022⁴²⁴.

118. Transparence et gravité du manquement à une règle. Au-delà de cette première pratique, l'importance de la transparence ressort également de sa prise en compte par les autorités pour déterminer la gravité d'un manquement. Dans plusieurs décisions, les autorités lient le degré d'atteinte portée à la transparence au montant de l'amende infligée, estimant que l'impératif de transparence étant fondamental, les manquements aux exigences qui en constituent la traduction doivent être sanctionnés en conséquence.

⁴²⁰ CA Paris, 18 mars 1988, *Cofitel c. Télémechanique électrique* ; JCP E 1988, II, 15248, note Th. Forschbach ; D.1989, p.359, note F. Laroche-Gisserot.

⁴²¹ AMF, Com. Sanct., SAN-2018-08, 5 juill. 2018, *Cibox Inter@ctive*, p.32.

⁴²² AMF, Com. Sanct., SAN 2021-11, 17 juin 2021, *Consellior SAS*, §11 ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2021, p.32, note D. Schmidt ; *Dr. Soc.* août 2021, comm. 108, note J. Granotier.

⁴²³ AMF, Com. Sanct., SAN 2021-11, 11 juin 2021, *préc.*, §55.

⁴²⁴ AMF, Com. Sanct., SAN-2022-09, 11 juill. 2022, *AFI ESCA, AFI ESCA Holding, AFI ESCA IARD, AFI ESCA Luxembourg, Dôm Finance et M. Christian Burrus*, §123 ; *Dr. Soc.* oct. 2022, comm. 109, note O. Dexant-De Baillencourt ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2022, p.39, note D. Schmidt.

Dans une décision qui ne touche pas directement aux offres publiques mais qui est tout de même relative à la progression au capital d'une société cotée, la Commission des sanctions a ainsi souligné que « le contournement de l'ensemble des règles destinées à garantir la transparence indispensable au bon fonctionnement du marché doit être sanctionné à la hauteur des perturbations qu'il a provoquées »⁴²⁵. Elle infligea en conséquence une amende de 8 millions d'euros à LVMH pour sa montée occulte au capital d'Hermès⁴²⁶. Lorsqu'il est commis en période d'offre, le manquement à une règle qui découle de l'impératif de transparence apparaît plus grave encore. Dans deux décisions du 17 avril 2020 et du 11 juillet 2022, la Commission des sanctions avait à connaître de divers manquements aux obligations d'information du marché. Elle releva que les actes, parce que réalisés « dans un contexte d'offre publique », étaient d'une « particulière gravité dès lors que les textes sciemment méconnus visent à garantir la transparence du marché et la protection des investisseurs »⁴²⁷. L'argument est réversible : si l'auteur d'un manquement met tout en œuvre pour amoindrir les conséquences de ses actes et exprime un réel effort de transparence, cet effort pourra constituer une circonstance atténuante pour la fixation du montant de la sanction prononcée⁴²⁸.

119. Synthèse. Les différents usages de la notion dans le contentieux des offres témoignent de l'importance que lui accordent les autorités financières. Innervant les règles relatives aux informations et à ses modalités de diffusion, les autorités n'hésitent pas à présenter la transparence comme un principe source dont la violation appelle une sanction exemplaire. Si la transcendance de l'exigence de transparence contribue déjà à asseoir son caractère de principe directeur, un second élément permet encore de l'appuyer. Il tient à la longévité de l'exigence dans l'histoire du droit des offres.

⁴²⁵ AMF, Com. Sanct., SAN-2013-05, 25 juin 2013, *LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton*, p.25.

⁴²⁶ Sur cette affaire, v. *infra* n°348 et s.

⁴²⁷ AMF, Com. Sanct., SAN 2020-04, 17 avr. 2020, *Elliott Advisors UK Limited et Elliott Capital Advisors L.P* ; *Dr. Soc.* juin 2020, comm. 83, note J. Granotier ; *Rev. Soc.* 2020, p.450, note P.-H. Conac ; *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2020, comm. 91, note P. Pailler ; *Banque et Droit* sept.-oct. 2020, p.58, note J. Prorok ; *RTD Com.* 2020, p.406, note T. De Ravel d'Esclapon ; *D.2020*, p.1344, note D. Schmidt ; *RTDF* 2021/1, p.161, chron. D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas et M. Epelbaum ; n°111 ; sur cette affaire v. *infra* n°353 ; AMF, Com. Sanct, SAN-2022-09, 11 juill. 2022, *préc.*, n°132.

⁴²⁸ V. pour un exemple en présence d'une société de gestion de portefeuilles ayant manqué à ses obligations professionnelles v. AMF, Com. Sanct., SAN-2011-18, 21 oct. 2011, *Société alternative Leaders France* ; pour une illustration dans le cadre du dispositif des franchissements de seuils v. CA Paris, n°14/13548, 16 juin 2016, *Vermots Finance c/ Société financière du Vignoble*.

§2. La longévité de l'exigence de transparence

120. Longévité et caractère directeur d'une norme. Sans faire office de critère autonome de qualification, la longévité d'une notion dans une matière donnée constitue un signal fort de son éventuel caractère directeur. En effet, si l'ancrage historique d'un principe directeur ne se vérifie pas en chaque hypothèse, il reste un bon indicateur du rayonnement particulier que revêt une norme⁴²⁹. L'éventuelle longévité de la transparence en droit des offres pourrait donc asseoir un peu plus le caractère directeur de la notion.

121. Jeunesse de la transparence en droit privé. En droit privé, la transparence est souvent présentée comme une notion relativement récente. On date généralement sa première apparition à la loi du 23 octobre 1984 relative à la transparence financière des entreprises de presse⁴³⁰. Depuis, la notion semble avoir conquis les rives de toutes les branches du droit privé⁴³¹. Le mouvement est radicalement différent s'agissant des offres publiques d'acquisition. Contrairement aux autres domaines où la transparence n'est arrivée que dans un second temps pour bousculer une réglementation déjà établie, l'exigence a toujours existé en droit des offres.

122. Ancienneté de la transparence en droit financier. La transparence a dès l'origine constitué la préoccupation première des autorités chargées de réguler les marchés financiers. On trouve trace de l'exigence dès l'institution de la COB, soit près de 20 ans avant que la notion ne soit employée par le législateur. Prenant acte de sa mission dans son premier rapport annuel, la COB remarquait que « l'avenir du système capitaliste ne se conçoit dans un pays évolué qu'avec des sociétés de plus en plus transparentes où l'actionnaire est en mesure de jouer démocratiquement son rôle »⁴³².

L'absence de référence explicite à la transparence au sein des premiers principes posés pour régir les offres publiques ne saurait d'ailleurs tromper bien longtemps. Sa présence ressort des principes posés par la décision générale de la COB du 13 janvier 1970, qui exigeaient déjà que « les actionnaires puissent prendre leur décision sur la base d'une information complète et objective »⁴³³. Au-delà, sur les quinze dispositions contenues dans cette décision, dix d'entre elles portaient sur l'information à fournir en période d'offre,

⁴²⁹ V. *supra* n°49.

⁴³⁰ Loi n°84-937 du 23 oct. 1984 *visant à limiter la concentration et à assurer la transparence financière et le pluralisme des entreprises de presse*, JO 24 oct. 1984.

⁴³¹ Sur cette immixtion de la transparence en droit privé v. N. VIGNAL, *La transparence en droit privé des contrats*, *op cit.*, n°10 et s.

⁴³² COB, *Rapport annuel* 1968, p.11.

⁴³³ COB, *déc. générale relative aux offres publiques*, 13 janv. 1970, *préc.*

précisant les documents à déposer, leur contenu et leur procédé de diffusion⁴³⁴. Dès l'origine, la transparence figurait donc déjà au centre du droit des offres, comme le relevaient d'ailleurs les premiers commentateurs de cette réglementation⁴³⁵. La décision générale de la COB en date du 25 juillet 1978 ne dément pas l'analyse⁴³⁶. L'objectif de transparence y est omniprésent, à tel point que cette décision a pu être considérée en doctrine comme « la première réglementation transparence »⁴³⁷. La COB le confirme dès 1987 : « Pendant le déroulement de toute offre publique, la Commission veille à ce que la transparence du marché soit assurée. Pour cela, elle vérifie que les règles prévues par sa décision générale du 25 juillet 1978 sont bien respectées par les différents opérateurs »⁴³⁸.

En 1989, l'impératif de transparence s'affiche au grand jour et intègre le *corpus* législatif. La loi du 2 août 1989 charge ainsi le CBV d'encadrer le régime des offres publiques en assurant « l'égalité des actionnaires et la transparence du marché »⁴³⁹. Depuis cette date, et malgré la succession des différentes autorités chargées d'assurer le bon déroulement des offres, l'exigence de transparence est restée au frontispice de la réglementation. Après le CBV, le CMF fut ainsi chargé de faire respecter la transparence des marchés dans le contexte des offres⁴⁴⁰. En vertu de l'article L.433-1 I du Code monétaire et financier, c'est aujourd'hui à l'AMF que revient cette mission⁴⁴¹. L'exigence est d'ailleurs reprise au sein des règlements adoptés par les différentes autorités de régulation. Le nécessaire respect de la transparence était ainsi mentionné à l'article 5-1-1 RG CMF⁴⁴², à l'article 4 de la COB⁴⁴³, et figure dorénavant à l'article 231-3 du RG AMF⁴⁴⁴. Sans dévier de la trajectoire de départ, les réformes successives n'ont fait que renforcer l'impératif de transparence⁴⁴⁵.

⁴³⁴ Art. 3 à 12, *déc. générale relative aux offres publiques*, 13 janv. 1970, *préc.*

⁴³⁵ A. VIALARD, « L'offre publique de contrat », *RTD Civ.* 1971, p.750, *spéc.* n°25-25 *bis*.

⁴³⁶ COB, *déc. générale relative aux offres publiques d'achat et d'échange*, 25 juill. 1978, *préc.*

⁴³⁷ D. LEBLANC, « Ramassage, franchissement de seuil, déclaration d'intention », in *La transparence du marché financier, op cit.*, p.25 et s., *spéc.* p.26.

⁴³⁸ COB, *Rapport annuel 1987*, p.128.

⁴³⁹ Art. 6 *bis* Loi n°89-531, *préc.*

⁴⁴⁰ Loi n°96-597 du 2 juill. 1996 *de modernisation des activités financières*, JO n°154, 4 juill. 1996.

⁴⁴¹ Loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 *de sécurité financière*, JO n°177, 2 août 2003.

⁴⁴² Art. 5-1-1 al.3 anc. Règl. CMF.

⁴⁴³ Art. 4 anc. Règl. COB n°02-04.

⁴⁴⁴ Art. 231-3 RG AMF.

⁴⁴⁵ L. FAUGÉROLAS, S. SABATHIER, « Est-il à nouveau nécessaire de réformer les offres publiques d'acquisition ? » in *Mélanges AEDBF-France III*, Banque, 2001, p.123 et s., *spéc.* p.127 ; M. KLOEPFER PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain, De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit, op cit.*, n°305.

123. Conclusion de Section. Exigence originelle du droit des offres, la transparence constitue la source de la majorité des règles régissant cette branche du droit. L'importance attachée à son respect est régulièrement rappelée par la jurisprudence. Du fait de son caractère transcendant et de sa grande force d'inertie, la transparence semble donc revêtir tous les traits d'un principe directeur. Pourtant, une controverse est encore susceptible de faire obstacle à sa qualification de principe directeur des offres. Elle est liée au caractère juridique de cette exigence.

Section 2. Le caractère juridique de l'exigence de transparence

124. Annonce. Vérifier la nature de principe directeur de la transparence implique d'étudier les effets juridiques qui s'y attachent. L'examen révèle que si le principe de transparence revêt une invocabilité limitée (§1), son caractère juridique ne saurait être discuté (§2).

§1. L'invocabilité de l'exigence de transparence

125. Annonce. Le caractère invocable d'une règle de droit fait référence à la possibilité, pour un justiciable, de l'invoquer et de s'en prévaloir directement en justice. En d'autres termes, l'invocabilité se rapporte à la capacité d'une norme à régir directement une situation contentieuse⁴⁴⁶. De prime abord, les nombreuses références à la transparence opérées par les autorités postulent son invocabilité. Pourtant, une étude plus approfondie révèle que l'invocabilité de l'exigence de transparence s'avère inversement proportionnelle à son rayonnement. En droit des offres, la transparence ne produit pas d'effet direct (I). Elle doit être concrétisée dans une norme d'application (II).

I. Le défaut d'effet direct de l'exigence

126. Caractère directement applicable d'une norme. L'applicabilité directe d'une norme juridique désigne son aptitude à être mobilisée devant les juridictions sans qu'aucune intervention supplémentaire, législative ou réglementaire, ne soit nécessaire⁴⁴⁷.

⁴⁴⁶ M. TRIENBACH, *Les normes non directement applicables en droit public français*, préf. P. Wachsmann, LGDJ, 2015, n°457.

⁴⁴⁷ J. VERHOEVEN, « La notion d'applicabilité directe du droit international », *RDBI* 1980, p.243 et s., *spéc.* p.243-244 ; P. De MONTALIVET, *Les objectifs de valeur constitutionnelle*, préf. M. Verpeaux, Dalloz, 2006, n°790.

L'applicabilité d'une règle fait donc écho à la possibilité, pour un juge, d'emprunter directement à son dispositif la solution d'un litige.

127. L'absence d'effet direct de la transparence. Qu'il s'agisse des décisions de recevabilité des offres ou des décisions de sanction prononcées par l'AMF, l'exigence de transparence n'a jamais constitué le fondement direct d'une solution. La recension des différentes occurrences de l'exigence dans le contentieux des offres montre que lorsque la transparence est mentionnée, elle l'est seulement pour rappeler l'origine de la règle violée, justifier le pouvoir de sanction de l'autorité, légitimer le montant de l'amende prononcée ou motiver la publication d'une décision.

L'étude des décisions renvoyant à l'impératif révèle que la transparence est le plus souvent utilisée non pour fonder juridiquement une solution, mais pour rappeler l'origine de la règle violée, qui elle justifie la solution rendue. Ainsi, dans sa décision du 25 juin 2013 sanctionnant la montée de LVMH au capital de Hermès, c'est la violation des articles 223-1 et 223-6 du Règlement général par LVMH qui fonde la sanction prononcée, et non le seul manquement à la transparence⁴⁴⁸. La société LVMH est sanctionnée pour avoir contourné « l'ensemble des règles destinées à garantir la transparence ». C'est donc la violation des règles exprimant la transparence qui est condamnée, et non la violation de la transparence en elle-même. Dans une décision du 17 juin 2021, la transparence est également mentionnée pour rappeler l'origine des règles violées, à savoir les obligations déclaratives prévues aux 231-46 et 231-47 du RG AMF⁴⁴⁹. Là encore, la référence n'est opérée que pour mettre en exergue la *ratio legis* des textes, et non pour fonder directement la solution. L'utilisation de la transparence comme outil de motivation des décisions se retrouve aussi dans des dispositifs connexes à la réglementation des offres, comme celui des franchissements de seuils. Dans un arrêt du 23 juin 2019, la Cour d'appel de Paris remarque ainsi que l'obligation de procéder à une déclaration lors d'un franchissement de seuil « répond à un impératif de transparence » et que les manquements constatés aux obligations déclaratives « contreviennent à cet impératif »⁴⁵⁰. De nouveau, le contrevenant est sanctionné non pour avoir violé la transparence, mais pour avoir manqué aux exigences qui la traduisent sur la scène juridique.

À côté de cette première utilisation, l'exigence de transparence est également sollicitée par la Commission des sanctions pour fonder sa compétence. Cela se vérifie particulièrement

⁴⁴⁸ AMF, Com. Sanct., SAN-2013-15, 25 juin 2013, *LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton* ; *JCP E* sept. 2013, 1503, note P. Pailler ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2013, comm. 176, note A. Gaudemet ; *Bull. Joly Soc.* nov. 2013, p.738, note S. Torck.

⁴⁴⁹ AMF, Com. Sanct., SAN 2021-13, 17 juin 2021, *préc.*, n°50.

⁴⁵⁰ CA Paris, n°18/18638, 23 mai 2019, *préc.*, §236.

en présence de manquements aux obligations déclaratives des franchissements de seuils. Afin de les réprimer sur le fondement des articles L.621-14 II et L.621-15 4° du Code monétaire et financier, la Commission rappelle régulièrement que ces manquements sont de nature à porter atteinte au bon fonctionnement du marché en ce qu'ils violent l'exigence de transparence⁴⁵¹. Là encore, si la transparence est mentionnée, elle ne l'est que pour justifier le pouvoir de sanction tiré du Code monétaire et financier.

Enfin, la recension des occurrences de la transparence dans les décisions rendues rend compte d'un dernier emploi. Dans certaines hypothèses, l'exigence de transparence est utilisée pour motiver la publication d'une décision de sanction ou le montant d'une amende infligée. Les autorités y font alors référence afin d'apprécier l'opportunité de publier une décision de sanction⁴⁵². Bien que le catalogue des différentes formules employées n'ait que peu d'intérêt tant les expressions sont proches⁴⁵³, une des appréciations portées par la Cour d'appel de Paris illustre bien le rôle joué par la transparence dans ce contexte. Appelée à statuer sur la publication d'une décision de sanction prononcée par la Commission des sanctions, la Cour d'appel de Paris considéra « qu'en l'espèce, la commission des sanctions a justifié le principe de la publication de sa décision [...], en rappelant utilement les objectifs du législateur, qui consistent [...] à mettre en lumière des exigences d'intérêt général relatives à la loyauté du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants qui fondent le pouvoir de sanction de la commission [...] »⁴⁵⁴. Si la transparence s'invite dans le raisonnement judiciaire, c'est donc seulement à titre subsidiaire, pour justifier la publication d'une sanction prononcée. Cette motivation, récurrente au début des années 2000, a désormais disparu. Aujourd'hui, l'impératif de transparence est surtout pris en compte pour justifier le montant des amendes prononcées⁴⁵⁵. L'exigence de transparence intervient bien

⁴⁵¹ AMF, Com. Sanct., SAN-2014-04, 30 avr. 2014, *Belvédère*, p.17 ; SAN 2014-23, 19 déc. 2014, *Financière du Vignoble et Vermots Finance*, p.7 ; SAN-2016-06, 27 avr. 2016, *Sofra*, p.11.

⁴⁵² Relevant le même phénomène v. S. LOYRETTE, « Chronique Droit des marchés financiers », *JCP E* 30 avr. 2009, 1431, n°8.

⁴⁵³ Dans le contexte d'une offre v. not. AMF, Com. sanct., SAN-2006-24, 15 sept. 2006, *Groupe Partouche et Fortis Bank* ; *Rev. dr. banc. fin.*, janv. 2007, comm. 42, note Ph. Portier ; *Droit Soc.* févr. 2007, comm. 35, note Th. Bonneau ; *RTDF* 2007/04, p.101, note D. Martin, B. Kanovitch et B.-O. Becker ; SAN-2007-29, 27 sept. 2007, *Société X et M. A et B* ; SAN-2008-15, 10 avr. 2008, *M. A* ; SAN 2009-16, 26 juin 2008, *MM. A et B* ; SAN-2008-26, 9 oct. 2008, *MM. A et B* ; SAN-2009-09, 20 nov. 2008, *MM. A, B, C et D* ; SAN-2009-27, 23 déc. 2008, *MM. Xavier Thomas, Charles Thoma, Stefano Moccia, Giovanni Batista Di Natale, A, W, B, C, D, Antonello Filosa, Federico Pantanella, E, F, G, H.* ; SAN-2009-26, 25 juin 2009, *MM. A et B* ; 17 déc. 2009, *Sociétés X, Y et M. A* ; Com. Sanct., SAN-2010-08, 14 janv. 2010, *Frédéric Gaspoz* ; SAN-2010-05, 18 janv. 2010, *M. Julien Quistrebort, Mme Nathalie Pelras, M. A, Mme B, Société C, M. D, M. E et Société F* ; SAN-2010-10, 25 févr. 2010, *M. A et Société X* ; *Bull. Joly Bourse* mai 2010, p.239, note F. Martin-Laprade ; *RTD Com.* 2010, p.582, note N. Rontchevsky ; SAN-2010-14, 27 mai 2010, *MM. A, B, C, D et Mme E* ; SAN-2010-20, 16 sept. 2010, *Société X et M. A.*

⁴⁵⁴ CA Paris, n°2009/06017, 5 janv. 2010, *Arkéa*. Pour des formulations proches v. CA Paris, n°2009/02623, 02 févr. 2010, *M. Z. Y.* ; n°2009/08268, 23 févr. 2010, *Société X* ; n°2010/04500, 28 oct. 2010, *Maquet SA*.

⁴⁵⁵ Sur cette pratique, v. *supra* n°118.

dans le discours judiciaire, mais seulement à titre accessoire, une fois le manquement caractérisé et la sanction retenue, pour influencer sur le montant de cette dernière.

Les différents emplois de la transparence dans le contentieux des offres convergent donc vers la même observation : à chaque apparition, l'exigence de transparence n'apparaît qu'au second plan, une fois l'atteinte à une disposition précise caractérisée. Bien que présente dans le discours judiciaire, la transparence ne constitue jamais le fondement direct des solutions rendues. Son intervention dans le processus argumentatif des autorités financières vise, selon les cas, à justifier la publication d'une décision, à souligner la finalité poursuivie par la norme violée ou à rappeler son importance et à sanctionner son manquement en conséquence.

128. Une exigence ignorée lorsqu'elle est invoquée par le justiciable Le doute quant à l'invocabilité directe de l'exigence se confirme encore lorsque l'on examine le traitement réservé aux prétentions des justiciables fondés sur l'impératif de transparence. La confrontation de ces prétentions avec les solutions rendues révèle que lorsque le grief d'atteinte à la transparence est invoqué, il n'est jamais directement examiné par les autorités. En pratique, deux situations se présentent. Dans la première, les autorités refusent purement et simplement de connaître du grief. Dans la seconde, elles acceptent d'apprécier l'éventuel manquement à la transparence, mais se contentent alors de vérifier que les règles d'informations et de publicité posées par les textes ont bien été respectées. Confondue avec les règles spéciales qui l'expriment, l'exigence de transparence est dénuée d'effet direct dans les deux cas.

129. La décision de recevabilité de l'offre déposée par Capgemini sur les titres de la société Altran Technologie illustre la première hypothèse. Pour convaincre de l'irrecevabilité du projet déposé, les minoritaires de la société visée présentèrent un certain nombre d'arguments, dont l'existence de conflits d'intérêts contraires au « principe de transparence relatif aux offres publiques tel que visé à l'article 231-3 du règlement général »⁴⁵⁶. Exception faite de la contrariété au principe de transparence, totalement passée sous silence, l'AMF répondit à l'ensemble des arguments avancés et déclara l'offre conforme. La Cour d'appel de Paris rejeta de la même façon les prétentions des minoritaires⁴⁵⁷. Les juges vérifièrent seulement que l'offre déposée était bien conforme aux textes en vigueur. Ils ignorèrent une fois de plus le principe de transparence, pourtant mentionné à deux reprises par le

⁴⁵⁶ AMF, déc. n°219C1942, 14 oct. 2019, *Altran Technologies*.

⁴⁵⁷ CA Paris, n°19/18934, 13 mars 2020 ; *Bull. Joly Bourse* mars 2021, p.20, note N. Rontchevsky, J.-C. Devouge et Y. Driouic ; *RTDF* 2021/1, p.153, chron. D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas, M. Epelbaum.

requérant⁴⁵⁸. Si ce phénomène demeure assez rare, il fait douter de l'applicabilité directe de l'exigence.

130. Dans la plupart des hypothèses, les autorités ne vont pas jusqu'à ignorer le principe de transparence et acceptent de contrôler la conformité d'une pratique à celui-ci. Dans ce cas, elles se contentent alors de vérifier le respect des règles d'information et de publicité posées par les textes. Dénué d'une force d'invocation particulière, l'impératif de transparence se trouve assimilé aux règles techniques qui le traduisent. Les illustrations sont nombreuses. À l'occasion de l'affaire Quadral-CSEE par exemple, les requérants faisaient valoir que la dissimulation de plusieurs accords conclus par la société visée par l'offre constituait « une violation des principes d'égalité et de transparence établis par la loi du 2 août 1989 »⁴⁵⁹. L'argument ne fut pas retenu par la Cour d'appel de Paris, qui se contenta de relever que ces accords avaient respecté l'ensemble des règles de publicité en vigueur et considéra qu'ils n'avaient par conséquent pas « porté atteinte à la transparence du marché ». Cela revenait à affirmer que respecter la transparence n'impliquait finalement rien de plus que d'agir conformément aux obligations posées par les textes. C'était reconnaître, implicitement, mais nécessairement, que la transparence n'était pas, en elle-même, une notion juridique directement mobilisable par un justiciable. L'arrêt rendu le 17 juin 1999 par la Cour d'appel de Paris à l'occasion du contentieux BNP-Paribas conforte cette analyse⁴⁶⁰. En l'espèce, les requérants avaient notamment fait valoir que les deux offres liées déposées par la BNP sur les titres Paribas et Société générale n'étaient pas conformes à l'exigence de transparence au motif que les actionnaires des sociétés visées ne pouvaient arbitrer entre conserver leurs titres ou les apporter aux offres puisqu'il existait une inconnue sur les caractéristiques exactes des titres proposés en échange. Là encore, si les juges acceptèrent de contrôler la conformité des pratiques au principe de transparence, ils se contentèrent de vérifier que les obligations d'information prévues au sein du Règlement général avaient bien été remplies par l'initiateur des offres liées. Considérant que tel avait été le cas, ils rejetèrent le grief, soulignant que le respect de ces obligations suffisait à confirmer la conformité du projet à l'exigence de transparence. L'arrêt du 2 mai 2023 à l'occasion de l'offre publique déposée par l'État français sur les titres EDF rend compte du même phénomène⁴⁶¹. En l'espèce, plusieurs actionnaires faisaient valoir que le principe de transparence n'avait pas été respecté et entendaient faire annuler la décision de conformité de l'offre publique. Pour rejeter l'atteinte

⁴⁵⁸ CA Paris, n°19/18934, 13 mars 2020, *préc.*, n°104 et n°117.

⁴⁵⁹ CA Paris, 20 nov. 1991, *Quadral c. Finmeccanica* ; D.1992, p.193, note Y. Guyon ; *Bull. Joly Soc.* janv. 1992, p.76, note M. Jeantin ; *Rev. dr. banc. bourse* mars-avr. 1992, p.78, note A. Viandier ; *Rev. Soc.* 1992, p.327, note J.-Y. Martin et D. Carreau. Sur cette affaire, v. *infra* n°581 et s.

⁴⁶⁰ CA Paris, 17 juin 1999, *Paribas et Société générale c. BNP*, *préc.* Sur cette affaire v. *infra* n°607 et s.

⁴⁶¹ CA Paris, n°22/19729, 2 mai 2023, *Electricité de France*.

au principe, la Cour d'appel de Paris contrôla le respect des différentes obligations réglementaires auxquelles les parties étaient assujetties pour rejeter l'atteinte au principe. Là encore, l'atteinte au principe de transparence ne fut pas examinée directement, mais par le biais des dispositions réglementaires qui le déclinent.

131. Adjointes aux décisions précédentes, ces affaires montrent que l'exigence de transparence n'a jamais fait l'objet d'une application directe. Prise en considération dans le processus argumentatif, l'exigence ne revêt pas de portée contentieuse immédiate. Certes, des décisions isolées peuvent laisser penser le contraire, notamment lorsque les principes des offres sont visés en bloc par l'AMF et que la transparence figure aux côtés des principes réellement concernés par les agissements dont l'autorité a à connaître⁴⁶². Regrettable, cette pratique ne saurait toutefois tromper sur la réalité. Dans chaque affaire, l'analyse révèle que le principe à l'origine de la solution n'est jamais celui de transparence, mais celui d'égalité des actionnaires⁴⁶³, de liberté des offres⁴⁶⁴ ou de loyauté⁴⁶⁵. L'applicabilité de l'exigence de transparence apparaît ainsi inversement proportionnelle à sa force de rayonnement. Ce constat, qui peut sembler paradoxal, ne l'est pourtant nullement. Comme le relève Monsieur Guillaume Bonnel à propos des principes du droit de l'environnement : « plus une norme est dotée d'une fonction représentative, source d'imprécision textuelle et de fuite dans la généralité, plus elle nécessite le relais d'une méthode de concrétisation qui lui est extérieure [...] »⁴⁶⁶. La remarque vaut pour la transparence : son défaut d'effet direct s'explique par la nécessaire concrétisation de l'exigence au sein d'une norme d'application.

II. La nécessaire concrétisation de l'exigence

132. La nécessaire concrétisation de la transparence. L'analyse des décisions a démontré que lorsque l'exigence de transparence est invoquée devant les autorités financières, deux réactions se rencontrent. La première est son ignorance pure et simple, ignorance qui constitue certainement la plus belle preuve que nu, l'impératif de transparence ne produit aucun effet. À l'opposé, lorsque les autorités acceptent de vérifier le respect de l'exigence de transparence, leur contrôle tend seulement à vérifier que les règles particulières qui l'expriment ont bien été respectées. Lorsqu'un manquement à la transparence est

⁴⁶² Sur cette pratique v. *infra* n°854 et s.

⁴⁶³ V. l'affaire CDR-Créances, *infra* n°493 et s.

⁴⁶⁴ V. l'affaire Veolia-Suez, *infra* n°539 et s.

⁴⁶⁵ V. l'affaire Sacyr-Eiffage, *infra* n°632.

⁴⁶⁶ G. BONNEL, *Le principe juridique écrit et le droit de l'environnement*, (dir.) M. Prieur, Limoges, 2005, p.18.

constitué, c'est donc toujours parce qu'une norme plus précise, qui incarne cette transparence, s'est trouvée violée. À défaut de manquement à une règle identifiée, l'atteinte à la transparence est systématiquement rejetée. C'est dire que dans le contexte d'une offre, l'impératif de transparence s'épuise dans les règles qui en constituent la traduction. Pour pouvoir produire effet, l'exigence de transparence requiert donc une intervention normative complémentaire. Elle doit s'exprimer dans une règle support qui fait office d'intermédiaire entre l'exigence de transparence et la situation juridique concernée. Ainsi, l'applicabilité limitée de la transparence s'explique par sa nécessaire concrétisation. L'exigence de transparence nécessite une *interpositio legislatoris*⁴⁶⁷ pour être mobilisée au contentieux. En 1987, la COB le remarquait à demi-mot, en affirmant qu'elle veillerait à ce que la transparence du marché soit assurée en période d'offre et que « *pour cela* », elle vérifierait que les règles prévues par sa décision générale soient bien respectées⁴⁶⁸.

133. Un ancien jugement montre encore l'incapacité de la transparence à produire des effets juridiques à elle seule⁴⁶⁹. En l'espèce, le juge commercial avait à se prononcer sur un manquement à l'obligation de publicité des pactes d'actionnaires. Après avoir relevé que ce dispositif traduisait « une exigence de transparence », le tribunal observa toutefois qu'aucune sanction n'était prévue par le texte en vigueur. Le tribunal se refusa alors à prononcer une sanction concernant ledit manquement. Cela revenait à considérer que pour produire effet, l'exigence de transparence avait besoin de recevoir une traduction technique dans une norme réceptonnaire. La Commission des sanctions l'a également souligné en relevant que le « principe boursier » de transparence se trouvait « traduit » dans les articles du Règlement général⁴⁷⁰.

134. Conséquences attachées à la nécessaire concrétisation de la transparence. Le défaut d'effet direct de l'exigence de transparence emporte deux conséquences, selon que l'on se place du côté du justiciable ou des autorités de marché. Du côté du justiciable, la nécessaire concrétisation de l'exigence fait obstacle à son invocabilité au contentieux. Devant le régulateur ou le juge judiciaire, il n'existe donc aucun « droit à la transparence » dont l'auteur d'une offre, la société visée ou toute autre personne intéressée serait à même de se prévaloir. La réciproque est vraie du côté du régulateur. Les autorités ne sauraient condamner

⁴⁶⁷ L'expression est tirée de P. De MONTALIVET, *Les objectifs de valeur constitutionnelle, op cit.*, n°877.

⁴⁶⁸ COB, *Rapport annuel* 1987, p.128 : « Pendant le déroulement de toute offre publique, la Commission veille à ce que la transparence du marché soit assurée. Pour cela elle vérifie que les règles prévues par sa décision générale du 25 juillet 1978 sont bien respectées par les différents opérateurs ».

⁴⁶⁹ TC Nîmes, 18 févr. 1992, *Nestlé c/ La Source Perrier* ; *Bull. Joly* mai 1992, p.536, note P. Le Cannu ; *Gaz. Pal.* 29 oct. 1992, p.634, note J.-P. Marchi.

⁴⁷⁰ COB, *Com. Sanct.*, 7 oct. 2003, *préc.*

un justiciable pour avoir seulement manqué à la transparence. Les différentes décisions rapportées l'ont d'ailleurs mis en lumière : la condamnation n'est prononcée que lorsqu'une norme exprimant l'impératif de transparence est directement bafouée.

Cette conclusion ressortait déjà en filigrane de certains travaux. Monsieur Dominique Schmidt a souligné très tôt que la transparence, loin de constituer un principe absolu aux conséquences infinies, se limitait « à certaines informations données par certains agents »⁴⁷¹. Dans sa thèse de doctorat, Monsieur Martin Tomasi a également relevé que si la transparence était bien un impératif majeur des marchés financiers, elle impliquait seulement de divulguer des informations prédéterminées par la loi⁴⁷². Prenant appui sur un auteur belge⁴⁷³, Monsieur Yves Chaput a pu observer que le devoir de transparence restait toujours circonscrit aux hypothèses spécifiquement prévues par la loi⁴⁷⁴. Monsieur Stéphane Torck a aussi remarqué qu'en matière financière, la transparence n'est pas créatrice « d'obligations en dehors des textes spéciaux qui en imposeraient le respect par le truchement d'une obligation spéciale de révélation ou de publication »⁴⁷⁵. En doctrine, la transparence est donc régulièrement désignée non pas comme une norme opérationnelle, mais comme un ensemble de normes juridiques liées entre elles par une idée commune⁴⁷⁶. Cette observation n'est d'ailleurs pas propre au cadre juridique français. En droit belge, il est acquis qu'un certain nombre de principes qui régissent les offres publiques d'acquisition constituent des orientations qui ne créent pas de droits spécifiques dont pourraient se prévaloir directement les parties intéressées⁴⁷⁷. Elle n'est pas non plus propre au droit des offres publiques. Ce même besoin de concrétisation se retrouve dans de nombreux domaines, par exemple en droit constitutionnel, où certains principes énoncés par la Charte du droit de l'environnement ont besoin de recevoir une traduction législative pour produire pleinement effet⁴⁷⁸.

⁴⁷¹ D. SCHMIDT, « Transparence et marchés financiers et boursiers », *RJC* 1993, n° spéc., p.168 et s., *spéc.* p.169.

⁴⁷² M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers, aspects juridiques*, préf. J.-B. Blaise, LGDJ, 2002, n°116.

⁴⁷³ J.-P. BUYLE, « Le secret d'affaires : du droit à l'intimité au secret professionnel », in *Liber Amicorum Guy Horsmans*, Bruylant, 2004, p.93, *spéc.* n°4.

⁴⁷⁴ Y. CHAPUT, « Exposé introductif. La transparence : clair-obscur juridique d'un concept économique », *RJC* 2005, n° spéc., p.7 et s., *spéc.* p.12.

⁴⁷⁵ S. TORCK, « Les obligations d'information du PSI dans les opérations de couverture à prime nulle. Propos critiques au sujet de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 26 septembre 2013 », *Dr. Soc.* avr. 2014, ét. 7, n°46.

⁴⁷⁶ Dans le même sens v. J.-F. KERLÉO, *La transparence en droit. Recherche sur la formation d'une culture juridique*, *op cit.*, n°671.

⁴⁷⁷ *Doc. parl. Ch. Repr.*, sess. 2006-2007, n°51-2843/1, p.27 ; P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, *Les offres publiques d'acquisition, 10 ans d'application de la réglementation*, Larcier, 2018, p.8.

⁴⁷⁸ V. par ex. les art. 3 et 4 de la Charte de l'environnement du 1^{er} mars 2005 (Cons. Const., déc. n°2011-116 QPC, 8 avr. 2011, *Michel Z et autres* ; M. PRIEUR, *Droit de l'environnement*, 8^e éd., Dalloz, 2019, n°113).

Il reste à préciser que l'applicabilité limitée de l'exigence de transparence ne préjuge en rien de sa qualité de norme juridique. On ne saurait tirer de l'absence d'effet direct de la transparence le témoignage de son absence de normativité. En effet, les normes non directement applicables ne sont pas des non-être juridiques⁴⁷⁹. Rien n'empêche que ces normes soient formellement parfaites et en vigueur dans l'ordre juridique⁴⁸⁰. Comme le relevait le Commissaire du gouvernement dans la décision Commune d'Annecy, l'absence d'effet direct de la Charte de l'environnement ne remet pas en cause sa force obligatoire, mais simplement la possibilité « pour un simple particulier [de] se prévaloir de droits directement créés »⁴⁸¹. La nécessaire concrétisation de l'exigence de transparence n'en fait pas pour autant une anomalie juridique.

§2. La juridicité de l'exigence de transparence

135. Annonce. Malgré son défaut d'effet direct, l'exigence de transparence n'apparaît pas extérieure au monde juridique. Si ses conséquences juridiques sont limitées en ce que la transparence constitue avant tout un objectif adressé au régulateur (**I**), elle n'en demeure pas moins un principe juridique dont la méconnaissance est susceptible d'être sanctionnée (**II**). L'exigence de transparence fait ainsi partie intégrante du droit positif et revêt dès lors tous les traits d'un principe directeur des offres.

I. Un principe-objectif

136. L'objectif de transparence. L'exigence de transparence est régulièrement annoncée comme un objectif à atteindre, voire comme l'objectif-roi de la pensée juridique et économique contemporaine⁴⁸². Le propos n'est pas différent en droit des offres, où certains travaux présentent la transparence comme l'un des objectifs de la réglementation⁴⁸³. La formule utilisée à l'article 6 *bis* de la loi du 2 août 1989, et qui figure désormais à l'article L.433-1 I du Code monétaire et financier, dispose d'ailleurs que c'est « Afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés [que] le règlement général

⁴⁷⁹ Conditionner la juridicité d'une norme à son applicabilité reviendrait nier la nature juridique de nombreuses normes, tels que les traités internationaux dépourvus d'applicabilité directe, ou les objectifs à valeur constitutionnelle, qui ne peuvent être directement invoqués à l'appui d'une QPC (Cons. Const., déc. n°2010-4/17 QPC, 22 juill. 2010, *M. Alain C et autres*, cons. 9).

⁴⁸⁰ M. TRIENBACH, *Les normes non directement applicables en droit public français*, *op cit.*, n°46.

⁴⁸¹ Y. AGUILA, « La valeur constitutionnelle de la Charte de l'environnement », *RFDA* 2008, p.1147 et s., *spéc.* p.1150.

⁴⁸² M. LAINE, P. SALIN, « Le mythe de la transparence imposée », *JCP E* 2003, 1586, n°6.

⁴⁸³ G. LEKKAS, *L'Harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs*, *op cit.*, n°106.

de l'Autorité des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques [...] ». Usant de la locution prépositionnelle « afin de », qui désigne le but poursuivi, le législateur fait de la transparence des marchés l'objectif à atteindre. Dans la bouche de l'AMF, la transparence est aussi présentée comme un objectif⁴⁸⁴. C'est d'ailleurs parce qu'elle constitue un des objectifs majeurs de la réglementation des offres que l'autorité s'y réfère parfois pour justifier certaines solutions, qu'il s'agisse d'interpréter une règle de droit ou d'énoncer les conséquences de sa violation⁴⁸⁵.

137. Proximité entre principe et objectif. Ces variations terminologiques autour de l'exigence de transparence, à la fois qualifiée de principe et d'objectif, n'ont rien de contradictoire. En droit, un lien ténu entre principes et objectifs a toujours existé. Il se retrouvait déjà chez les auteurs classiques qui assimilaient principes et *ratio legis*⁴⁸⁶. Les principes apparaissent intimement mêlés aux objectifs poursuivis par le droit⁴⁸⁷. Ce lien s'explique d'abord par le fait que le législateur édicte régulièrement des principes afin de préciser les finalités qui sous-tendent la loi qu'il promulgue⁴⁸⁸. Ces principes écrits figurent ainsi à la lisière du politique et du juridique, et sont une façon de porter les objectifs et orientations politiques dans la sphère juridique⁴⁸⁹. La proximité entre principes et objectifs s'explique ensuite par le fait qu'ils partagent un même caractère : ils comportent « une optimisation » et peuvent se réaliser de différentes façons⁴⁹⁰. Il apparaît donc difficile de distinguer clairement principe et objectif, si bien que rares sont les auteurs ayant tâché de départager les deux concepts⁴⁹¹.

⁴⁸⁴ Pour une décision récente v. AMF, Com. Sanct., SAN-2021-13, 17 juin 2021, *préc.*, n°30-31.

⁴⁸⁵ J. WROBLEWSKI, « Les objectifs de la loi, entre l'idée et la réalité », in *Le recours aux objectifs de la loi dans son application*, Association internationale de méthodologie juridique, Actes du congrès des 10-12 sept. 1990, Story-Scientia, 1992, p.233, *spéc.* n°12.

⁴⁸⁶ Le Doyen Gény estimait ainsi que « c'est bien le principe [...] qui nous apparaît comme la raison, permanente et foncière, de la loi (*ratio juris*), c'est lui seul, qui peut et doit décider de l'analogie » (F. GÉNY, *Méthode d'interprétation et sources en droit privé positif*, t.2, 2^e éd., préf. R. Saleilles, LGDJ, 1919, n°165).

⁴⁸⁷ E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, *op cit.*, n°397.

⁴⁸⁸ J.-P. RICHARD, « Les formulations d'objectifs dans les textes législatifs, conclusions d'une recherche effectuée par le service des commissions du Sénat », *RRJ* 1989/4, p.788 et s., *spéc.* p.812.

⁴⁸⁹ J. UNTERMAIER, « Les principes du droit de l'environnement », in *Les principes en droit*, *op cit.*, p.201 et s., *spéc.* p.214-215.

⁴⁹⁰ Ch.-A. MORAND, « Les objectifs de la législation : Approches diversifiées et complémentaires », *RRJ* 1989/4, p.853 et s., *spéc.* p.854.

⁴⁹¹ J. FRAYSSINET, « L'utilité et les fonctions d'une formulation d'objectifs : l'exemple de la loi du 6 janvier 1978, relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés », *RRJ* 1989/4, p.903 et., *spéc.* p.904. Monsieur Jérôme Chacornac distingue les deux concepts en soulignant que contrairement aux principes, « Les objectifs s'entendent du résultat attendu de l'application des règles en considération des finalités politiques déterminées par l'auteur de la norme. L'objectif opère donc en amont et en aval de l'édition et de la mise en œuvre de la règle de droit et se profile donc comme son résultat social attendu ». Si la distinction proposée est convaincante, l'auteur remarque toutefois qu'en pratique, la frontière entre principe et objectif est difficile à tracer, notamment depuis que les objectifs ont intégré le *corpus* législatif (J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, *op cit.*, note 121, p.32).

138. Le fait que la transparence soit régulièrement présentée comme un principe-objectif n'est pas plus surprenant. Le droit post-moderne se caractérise en effet par le pullulement des objectifs dans le cadre législatif⁴⁹². Au départ extérieurs au droit, les objectifs ont fini par intégrer le giron de la loi par le biais des principes directeurs qui président au développement d'une branche du droit. Cette colonisation de la matière juridique par les objectifs se vérifie d'autant plus dans les domaines d'expansion récents du droit. Comme le relevait un auteur à la fin des années 1980, « Les formulations d'objectifs semblent plus fréquentes dans les textes de portée générale visant à réformer des pans entiers de la législation existante ou instaurent des règles dans un secteur où régnait le vide juridique que dans les textes ponctuels. C'est pourquoi il ne semble pas inutile au législateur d'expliquer au début du texte ses intentions générales et les principes sur lesquels il entend s'appuyer, de préciser les orientations et les choix qui inspirent la loi, bref son esprit »⁴⁹³. Tel est notamment le cas au sein des différentes branches du droit qui régissent les comportements des acteurs sur les marchés. Souvent guidé par des aspirations contradictoires, le législateur a rapidement préféré la souplesse de l'objectif à la rigidité de la règle technique⁴⁹⁴. Dans ces domaines, les objectifs sont légion et visent à préciser les fins poursuivies par les autorités chargées de réguler les activités⁴⁹⁵. L'objectif de transparence assigné à l'AMF et qui figure à l'article L.433-1 I. du Code monétaire et financier s'inscrit dans ce mouvement. L'article dispose que c'est « Afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés [que] le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques ». En plaçant l'objectif en début d'article plutôt qu'à son terme, le législateur a procédé à une inversion soulignant l'importance qu'il accorde à l'exigence de transparence. Priorité est ainsi donnée à l'objectif (assurer la transparence des marchés) sur la tâche à accomplir (fixer des règles destinées à régir les offres publiques d'acquisition). Par ce biais, le législateur « porte en tête de l'énoncé l'élément qu'il veut introduire en premier dans l'esprit du destinataire » et lui accorde un poids particulier⁴⁹⁶.

⁴⁹² J. CHEVALLIER, « Vers un droit post-moderne ? Les transformations de la régulation juridique », *RDJ* 1998, p.658 et s., *spéc.* p.677-678 ; P. De MONTALIVET, *Les objectifs de valeur constitutionnelle*, *op cit.*, n°2 ; F. TEFFO, *L'influence des objectifs gouvernementaux sur l'évolution du droit des sociétés*, préf. Ch. Hannoun, Dalloz, 2014, n°104-105.

⁴⁹³ J.-P. RICHARD, « Les formulations d'objectifs dans les textes législatifs, conclusions d'une recherche effectuée par le service des commissions du Sénat », *préc.*, p.816.

⁴⁹⁴ M. DELCAMP, « Les formulations d'objectifs dans les textes législatifs », *RRJ* 1989/4, p.767 et s., *spéc.* p.769 ; Ch.-A. MORAND, « Les objectifs de la législation : Approches diversifiées et complémentaires », *préc.*, p.854 ; J.-L. BERGEL, « Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative, (Essai de synthèse) » *RRJ* 2001/5, p.2373 et s., *spéc.* p.2375 ; B. FAURE, « Rapport d'introduction, le phénomène des objectifs en droit », in *Les objectifs en droit*, (dir.) B. Faure, Dalloz, 2010, p.1 et s., *spéc.* p.3.

⁴⁹⁵ Ch. HANNOUN, « Comment interpréter le désordre des autorités administratives indépendantes » in *Le désordre des autorités administratives indépendantes, l'exemple du secteur économique et financier*, (dir.) N. Decoopman, PUF, 2002, p.7, *spéc.* n°6-7 ; J.-L. BERGEL, « Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative, (Essai de synthèse) », *préc.*, p.2375.

⁴⁹⁶ G. CORNU, *Linguistique juridique*, *op cit.*, p.323.

Si le fait que la transparence puisse revêtir la qualité de principe comme celle d'objectif n'est ni contradictoire, ni surprenant, cette particularité appelle toutefois deux remarques.

139. Le caractère médiat de l'objectif de transparence. La première est propre au caractère médiat de cet objectif. En effet, malgré l'importance accordée à cet objectif par le législateur, la transparence n'apparaît pas recherchée pour elle-même. Elle fait figure d'objectif de second rang en ce qu'elle vient garantir un autre impératif, extra-juridique, de confiance dans les marchés⁴⁹⁷. Parce que la confiance ne se décrète pas, elle implique un certain accès à la connaissance, et c'est justement cette connaissance que la transparence garantit, en levant le voile sur l'identité des différents acteurs évoluant sur le marché et sur la réalité de leurs activités⁴⁹⁸. Le premier rapport annuel de la COB ne s'y trompe pas en soulignant que la clarté et la sincérité de l'information doivent être recherchées afin « d'assurer un meilleur fonctionnement de la bourse et d'y attirer plus d'épargnants »⁴⁹⁹. Le haut niveau d'information et l'exigence de transparence ne sont donc pas poursuivis en eux-mêmes, mais pour leurs capacités de séduction des investisseurs, propres à insuffler plus de confiance dans les marchés. La transparence constitue dès lors un objectif médiat au service d'une fin plus grande. L'importance accordée à cet impératif ne doit pas faire oublier que la recherche d'une plus grande transparence s'explique avant tout par la volonté de maintenir la confiance des opérateurs dans le marché.

140. Le destinataire de l'objectif de transparence. La seconde remarque est relative au destinataire de l'objectif de transparence. La lecture de l'article L.433-1 I. du Code monétaire et financier suffit à constater que l'objectif de transparence est adressé à l'Autorité des marchés financiers qui doit réglementer les offres « afin d'assurer la transparence ». Cet objectif guide donc l'action des pouvoirs publics en tout premier ordre. La transparence n'est pas une norme de comportement destinée aux justiciables, mais une norme juridique qui structure et encadre la compétence d'une institution⁵⁰⁰. Cette observation explique pourquoi la transparence est dépourvue d'effet direct. Parce que la transparence constitue le but opérationnel vers lequel doit tendre l'action de l'AMF, elle n'a pas pour objet d'imposer un comportement aux sujets de droit. Elle ne saurait donc constituer, à leur égard, une norme

⁴⁹⁷ M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain, De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, op cit., n°720 ; A. TEHRANI, *Les investisseurs protégés en droit financier*, préf. Th. Bonneau, LGDJ, 2015, n°503. Pour une critique du lien entre transparence et confiance v. F. DRUMMOND, « L'information exigée : L'information des actionnaires et des investisseurs », *préc.*, p.16.

⁴⁹⁸ A. REYGROBELLET, *Les vertus de la transparence, l'information légale dans les affaires*, Presse de Sciences Po, 2001, p.9.

⁴⁹⁹ COB, *Rapport annuel 1967*, p.11.

⁵⁰⁰ R. LIBCHABER, *L'ordre juridique et le discours du droit, essai sur les limites de la connaissance du droit*, LGDJ, 2013, n°90.

obligatoire à laquelle ils se verraient assujettis⁵⁰¹. La transparence ayant les autorités publiques pour premier destinataire, elle ne s'adresse que de façon indirecte aux individus et ne bénéficie que d'une invocabilité limitée, qui se manifeste par son inapplicabilité directe et sa nécessaire concrétisation. Ce n'est donc pas sa trop grande abstraction qui justifie son défaut d'effet direct, mais le fait qu'elle constitue un principe-objectif à destination du régulateur⁵⁰².

II. Un principe juridique

141. Critique de l'emploi des objectifs en droit. Le fait que la transparence fasse figure d'objectif à destination des autorités peut faire douter de son caractère juridique. En effet, les objectifs sont parfois présentés comme un affaiblissement du langage juridique. Leur présence dans la loi constituerait une détérioration du droit⁵⁰³. Anomalie au sein du paysage législatif, l'objectif ne serait par conséquent pas digne d'accéder au statut de norme juridique⁵⁰⁴. Il ferait seulement office de panneau d'affichage, d'assemblage de neutrons législatifs à charge juridique nulle⁵⁰⁵ ou, tout au mieux, de « pièce doctrinale cousue au tissu législatif »⁵⁰⁶. Cette position semble d'ailleurs partagée par le Conseil constitutionnel qui, dans une décision au moins, a estimé qu'une proposition législative qui se borne à fixer des objectifs au législateur ne constitue qu'une déclaration d'intention sans contenu normatif⁵⁰⁷. Suivant le même raisonnement, le Conseil d'État a considéré que des dispositions qui « se bornent à fixer des objectifs à l'action de l'État sont dépourvues de portée normative et ne

⁵⁰¹ Ch.-A. MORAND, « Les objectifs de la législation : Approches diversifiées et complémentaires », *préc.*, p.855.

⁵⁰² Contrairement à une idée parfois soutenue, l'abstraction d'une notion ne constitue jamais, à elle seule, un obstacle à son invocabilité. Tout concept a potentiellement une fonction de modèle dont le justiciable ou le juge peut s'emparer (M. PICHARD, *Le droit à, étude de législation française*, préf. M. Gobert, Economica, 2006, n°220 ; M. TRIENBACH, *Les normes non directement applicables en droit public français*, *op cit.*, n°202 ; B. MORON PUECH, *L'acte juridique, une réponse à la crise du contrat*, *op cit.*, n°23). Les effets juridiques attachés à des notions aussi abstraites que l'égalité, la loyauté, la liberté, l'intégrité et l'intérêt social en témoignent (v. *infra* n°450 et s., n°647 et s.).

⁵⁰³ P. AMSELEK, « Autopsie de la contrainte associée aux normes juridiques », *op cit.*, p.8.

⁵⁰⁴ F. LUCHAIRE, « Brèves remarques sur une création du Conseil Constitutionnel : l'objectif de valeur constitutionnelle », *RFDC* 2005, p.675 et s., *spéc.* p.681 ; J.-F. BRISSON, « Objectifs dans la loi et efficacité du droit », in *Les objectifs en droit*, *op cit.*, p.29 et s., *spéc.* p.33.

⁵⁰⁵ L'expression est tirée du discours de Jean Foyer à propos de la loi d'orientation de la recherche de 1982 (JO déb. A.N, 21 juin 1982, p.3667).

⁵⁰⁶ G. CORNU, *Linguistique juridique*, *op cit.*, p.296.

⁵⁰⁷ Cons. Const., déc. n°85-196 DC, 8 août 1985, *Loi sur l'évolution de la Nouvelle Calédonie*, cons. n°7 ; D.1986, jur., p.45, obs. F. Luchaire.

sauraient dès lors être regardées comme applicables au litige »⁵⁰⁸. Les objectifs emporteraient donc, faute de revêtir un réel contenu prescriptif, la censure du Conseil constitutionnel⁵⁰⁹.

142. Défense de l'emploi des objectifs en droit. Si les reproches formulés à l'égard des objectifs contiennent certainement leur part de vérité, le propos manque de nuance. Il est vrai que l'utilisation excessive des objectifs dans le corps de la loi témoigne d'une malfaçon législative. Il faut toutefois se garder de conclure à l'inutilité des objectifs ou à leur totale absence de normativité.

Loin de ne constituer qu'un simple étendard politique, l'intégration des objectifs au sein du corpus normatif n'est pas dénuée d'intérêt pour le juriste. La mention explicite des objectifs poursuivis permet de mieux appréhender l'essence de dispositions techniques et l'intention recherchée par le législateur. L'objectif octroie une philosophie aux lois et facilite l'interprétation du dispositif qui le sert. En exprimant la finalité de la règle de droit, l'objectif en évite également l'instrumentalisation : l'histoire a prouvé qu'il convenait de se méfier des normes formelles plus que de celles irriguées par des objectifs prédéfinis⁵¹⁰. Dans la plupart des cas, la présence d'objectifs en droit ne constitue donc pas une affirmation descriptive sans intérêt pratique⁵¹¹. L'importance des finalités poursuivies par les normes explique qu'elles soient régulièrement recherchées par la doctrine. Ainsi, Jhering soulignait que déterminer l'objectif des normes constituait le but le plus élevé de la science juridique⁵¹². L'exigence de transparence n'a donc pas à rougir de sa qualité de principe-objectif, d'autant que nous le verrons, cet objectif permet aussi de structurer le droit positif et d'anticiper le cadre juridique de demain⁵¹³. Au-delà, certains objectifs constituent de véritables normes juridiques dont l'irrespect est susceptible d'être sanctionné. Tel est notamment le cas lorsque la loi cantonne l'action d'une institution en lui fixant des objectifs déterminés⁵¹⁴. Dans ce

⁵⁰⁸ CE, n°340512, 18 juill. 2011, *Fédération nationale des chasseurs et fédération départementale des chasseurs de la Meuse*.

⁵⁰⁹ Dans sa décision *Loi d'orientation et de programme pour l'avenir de l'école* du 21 avril 2005, le Conseil constitutionnel censura ainsi une disposition législative pour défaut de normativité (Cons. Const., n°2005-512 DC, 21 avr. 2005, *préc.*). Force est toutefois d'observer que depuis cette décision, aucune inconstitutionnalité pour défaut de normativité n'a été prononcée (F. LEFEBVRE-RANGEON, « Analyse de 10 ans de jurisprudence en la matière : L'exigence de normativité de la loi », *AJDA* 2015, p.1028).

⁵¹⁰ F. BRUNET, *La normativité en droit*, préf. E. Picard, *post script*. A. Supiot, Mare & Martin, 2012, p.526.

⁵¹¹ M. DELCAMP, « Les formulations d'objectifs dans les textes législatifs », *préc.*, p.772 ; J. FRAYSSINET, « L'utilité et les fonctions d'une formulation d'objectifs : l'exemple de la loi du 6 janvier 1978, relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés », *préc.*, p.910 ; J.-P. RICHARD, « Les formulations d'objectifs dans les textes législatifs, conclusions d'une recherche effectuée par le service des commissions du Sénat », *préc.*, p.816 ; J. GHESTIN, « Les données positives du droit », *RTD Civ.* 2002, p.11, *spéc.* n°33.

⁵¹² R. VON JHERING, *L'évolution du droit*, *op cit.*, p.291.

⁵¹³ V. *infra* n°330 et s.

⁵¹⁴ Dans le même sens v. Ch.-A. MORAND, « Les objectifs de la législation : Approches diversifiées et complémentaires », *préc.* p.866 ; G. ROUHETTE, « L'article premier des lois », in *Les Mots de la Loi*, (dir. N. Molfessis), Economica, 1999, p.37, *spéc.* n°25-26 ; J.-L. BERGEL, « Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative, (Essai de synthèse) », *préc.*, p.982-983.

contexte, l'objectif ne relève pas de la simple « phraséologie propitiatoire »⁵¹⁵, mais revêt une portée juridique directe. Il encadre la délégation du pouvoir de légiférer et constitue ainsi un guide adressé à l'action administrative ultérieure⁵¹⁶.

143. Caractère juridique de l'objectif de transparence. S'agissant des offres publiques, l'objectif de transparence constitue à la fois la raison justifiante et la limite du pouvoir réglementaire de l'AMF. La transparence ayant l'autorité de marché pour destinataire primaire, l'exigence s'impose à elle et encadre son rôle de producteur de normes. Cela ressort de la décision du Conseil constitutionnel du 28 juillet 1989⁵¹⁷. En l'espèce, le Conseil avait à se prononcer sur la constitutionnalité de la délégation de pouvoir du législateur au profit du CBV. L'article 15 de la loi déferée avait ainsi pour objet d'ajouter à la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs un article 6 bis habilitant le Conseil des bourses de valeurs à fixer, par son règlement général, les règles relatives aux offres publiques « afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché ». Pour déclarer cette délégation de compétence conforme à la Constitution, le Conseil constitutionnel observa que s'il appartenait au législateur de déterminer les principes fondamentaux applicables aux procédures d'offre publique, en revanche, la fixation des modalités de mise en œuvre de ces principes relevait de la compétence réglementaire⁵¹⁸. Il ajouta que la compétence reconnue au Conseil des bourses de valeurs par l'article 15 de la loi déferée était limitée dans son champ d'application et qu'elle devait s'exercer dans le respect et la limite des principes posés par le législateur⁵¹⁹. Après avoir estimé que la transparence constituait un principe encadrant la compétence normative de l'autorité, le Conseil constitutionnel déclara la délégation conforme à la Constitution. Si l'AMF a désormais remplacé le CBV, la transparence, mentionnée à L.433-1 I du Code monétaire et financier, joue toujours le même rôle. Elle continue à fonder le pouvoir normatif de l'autorité en matière d'offre publique d'acquisition, qui dispose de sa compétence « Afin d'assurer la transparence des marchés »⁵²⁰. Si l'autorité décidait d'édicter des règles étrangères à l'objectif qui lui est assigné, elle violerait sa compétence. La méconnaissance de l'objectif

⁵¹⁵ G. ROUHETTE, « L'article premier des lois », *op cit.*, n°29.

⁵¹⁶ J.-L. BERGEL, « La référence aux objectifs de la loi dans les pratiques législatives », in *Le recours aux objectifs de la loi dans son application*, *op cit.*, p.33 et s., *spéc.* p.40.

⁵¹⁷ Cons. Const., déc. n°89-260 DC, 28 juill. 1989, *Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier*.

⁵¹⁸ Cons. Const., déc. n°89-260 DC, 28 juill. 1989, *préc.*, n°28

⁵¹⁹ Cons. Const., déc. n°89-260 DC, 28 juill. 1989, *préc.*, n°31.

⁵²⁰ Art. L.433-1 I Code mon. fin.

fixé pourrait alors être sanctionnée sur le terrain du contentieux de l'excès de pouvoir⁵²¹. La transparence constitue ainsi l'un des principes de développement de l'ordre juridique des offres publiques.

144. Conclusion de Section. La transparence s'essouffle dans les dispositions qui la traduisent. À défaut d'être réceptionnée dans une norme d'application, la transparence ne peut donc produire effet. Sa nécessaire concrétisation au sein d'une disposition intermédiaire révèle sa véritable nature. La transparence fait figure d'objectif adressé à l'autorité de marché et vers lequel son action doit tendre. Plus précisément, la transparence encadre l'habilitation de l'AMF à réglementer les offres publiques. Elle constitue à ce titre une norme juridique dont la méconnaissance pourra être sanctionnée. Cumulé à sa force de rayonnement, le caractère juridique de la transparence montre qu'elle revêt bien tous les traits d'un principe directeur des offres. Certes, elle n'oblige pas directement les parties concernées à l'offre que sont l'initiateur de l'offre, la société visée et ses actionnaires. Il reste que ces derniers, non-destinataires de l'exigence de transparence, ne sont pas moins obligés de reconnaître et de respecter les effets qu'elle produit par le biais de ses règles d'application. Les effets juridiques de la transparence sont donc à la fois directs et indirects. Directement, la transparence encadre la production normative de l'AMF en matière d'offre publique. Indirectement, la transparence constitue une notion source. Elle engendre des normes particulières qui la déclinent et qui, lorsqu'elles sont bafouées, sont sanctionnées. La transparence fait donc également l'objet de sanctions dérivées.

⁵²¹ On peut douter que l'autorité de marché, qui a toujours œuvré pour introduire une plus grande transparence en période d'offre, en vienne à édicter des règles contraires à cet impératif et à violer sa compétence. Si un contrôle juridictionnel est possible, tout laisse à penser que ce contrôle restera marginal pour deux raisons. Il le sera d'abord du fait de la liberté dont dispose l'autorité pour choisir la manière d'atteindre les résultats attendus de son action. Il le sera ensuite du fait de la retenue dont l'autorité fait preuve dans l'exercice de ses prérogatives qu'elle use avec mesure malgré la largesse de l'habilitation législative. Si l'hypothèse d'un dépassement de compétence finissait tout de même par se présenter, il convient d'observer que les dispositions du RG AMF font l'objet d'une homologation du ministre de l'Économie avant d'entrer en vigueur. Le recours en excès de pouvoir devra par conséquent être formé contre l'arrêté d'homologation du ministre (J. MOUCHETTE, *La magistrature d'influence des autorités administratives indépendantes*, préf. P. Wachsmann, LGDJ, 2019, n°865. Pour l'annulation d'un arrêté d'homologation relatif à l'ancien règlement de la COB, v. CE, n°213415, 20 déc. 2000, *Géniteau* ; Rec. CE p.635 ; *AJDA* 2001, p.489, note J.-M. Pontier ; D.2001, p.1713, obs. A. Raunouard).

145. Conclusion de Chapitre. Distinguée de ses concepts voisins, la transparence apparaît à la fois comme une qualité et un outil. Qualité, la transparence est ce qui laisse apparaître la réalité. Outil, elle constitue un moyen au service d'une fin plus grande. Dotée de ce double visage, la transparence transcende la réglementation des offres. Son rayonnement ressort à la fois de la multitude de règles qui y font écho et de son importance, sans cesse rappelée en jurisprudence. L'ancrage historique de l'exigence de transparence dans la réglementation OPA conforte encore sa transcendance.

L'ubiquité de la transparence a toutefois un prix. L'étude des décisions rendues dans le cadre du contentieux des offres révèle que les effets de la transparence s'avèrent inversement proportionnels à sa force de rayonnement. En effet, les multiples références à l'exigence de transparence ne sauraient cacher bien longtemps son absence d'effet direct. L'examen de la pratique décisionnelle des autorités révèle que l'exigence n'a jamais directement fondé la solution d'un litige, et que les justiciables sont dans l'incapacité de s'en prévaloir en justice. Pour produire effet, la transparence doit être concrétisée au sein d'une disposition technique. Elle implique la production de normes intermédiaires.

On ne saurait déduire de cette applicabilité limitée l'absence de caractère juridique de la transparence. Un examen plus poussé révèle que la transparence constitue avant tout un objectif à destination de l'Autorité des Marchés Financiers. Elle finalise son action et encadre son habilitation à produire les règles relatives aux offres publiques. La transparence constitue donc une norme juridique dont la méconnaissance sera sanctionnée différemment selon l'auteur du manquement. Si l'autorité outrepassa son habilitation, elle pourra donner lieu à un recours en excès de pouvoir. Si un particulier transgresse une règle rattachée à la transparence, la condamnation prononcée sanctionnera par ricochet l'atteinte à la transparence.

Parée d'une force de rayonnement considérable et d'une réelle portée juridique, la transparence possède donc toutes les qualités d'un principe directeur des offres. Avant d'analyser ses fonctions exactes, il convient néanmoins de s'interroger sur l'existence éventuelle d'un second principe directeur.

CHAPITRE 2. LE PRINCIPE DIRECTEUR DE PROTECTION DES MINORITAIRES

Malgré la place particulière qu'occupe l'exigence de transparence, elle ne constitue pas le seul principe directeur des offres. À l'origine de très nombreuses règles qui régissent les offres publiques, la transparence est cependant incapable d'expliquer la totalité du cadre juridique de ces procédures⁵²². Certains auteurs ont alors érigé la protection des minoritaires en second principe directeur des offres⁵²³. Les expressions employées pour désigner ce principe sont toutefois extrêmement variables. Elles doivent être précisées.

146. Annonce. La protection des minoritaires est souvent confondue ou absorbée par des notions voisines. Ce flou oblige à retenir une démarche identique à celle menée à l'égard de la transparence, et de commencer par définir le concept de protection (**Section préliminaire**). Une fois son sens éclairé, il conviendra ensuite de vérifier que l'exigence de protection revêt bien toutes les qualités d'un principe directeur en s'assurant qu'elle est bien dotée d'une importante force de rayonnement (**Section 1**), et d'un caractère proprement juridique (**Section 2**).

Section Préliminaire. Éléments de définition

147. Annonce. Définir l'exigence de protection implique de procéder à une double opération. Avant de pouvoir en donner une définition positive (§2), l'exigence doit être distinguée d'autres concepts avec lesquels elle est parfois assimilée (§1).

⁵²² Elle n'explique pas pourquoi la réglementation oblige certains actionnaires, dans des hypothèses déterminées, à déposer un projet d'offre. Elle justifie aussi difficilement certaines règles encadrant la procédure d'offre, comme celles relatives à la fixation du prix de l'offre, à sa durée, à son caractère irrévocable, à la quantité de titres visées...

⁵²³ M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain, De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, *op cit.*, n°310 ; L. FAUGÉROLAS, « Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA », *préc.*, n°13.

§1. La définition négative de la protection

148. Annonce. Si l'idée de protection a déjà été distinguée de celle de transparence⁵²⁴, elle doit encore être disjointe d'autres notions. Ainsi, et contrairement à ce qui est parfois défendu, la protection des minoritaires n'est synonyme ni d'égalité (I), ni d'équité (II).

I. La protection et l'égalité entre actionnaires

149. La protection n'est pas l'égalité. L'exigence de protection ne saurait être assimilée à celle d'égalité entre actionnaires. Cette dernière est souvent présentée comme la matrice, la notion mère, le principe source d'où découle la majeure partie des règles régissant les offres. Elle engloberait l'idée de protection des minoritaires⁵²⁵. Cet amalgame entre égalité et protection est pourtant à proscrire. Pour s'en convaincre, l'origine de cette assimilation doit être présentée avant que ses limites ne soient exposées.

150. La présence historique de l'égalité en droit des offres. Dès le début des années 1970, la COB souhaita introduire une égalité de traitement entre tous les actionnaires des sociétés cotées⁵²⁶. Pour l'autorité, l'offre publique comme la garantie de cours, anciennement destinée à assurer la protection des minoritaires en cas d'acquisition d'un bloc de contrôle majoritaire, étaient destinées, « l'une comme l'autre, à assurer l'égalité des actionnaires »⁵²⁷. Deux décisions générales de la COB, en date du 27 février 1973 et du 25 juillet 1978, entendirent concrétiser l'idée en lui conférant une portée pratique. La première étendit l'application de la réglementation de l'époque aux titres inscrits à la cote officielle, mais faisant l'objet de négociations hors cote⁵²⁸. La seconde affirma que rien ne devait « empêcher que tous les actionnaires soient placés, dans les faits comme en droit, dans des conditions identiques »⁵²⁹. À la suite de ces déclarations, et alors même que le législateur ne l'avait pas encore mandatée pour mener pareille mission, l'autorité s'engagea à veiller au principe de l'égalité des porteurs de titres dans les procédures d'offre publique ou d'échange,

⁵²⁴ V. *supra* n°99 et n°100.

⁵²⁵ V. par ex. J.-M. DARROIS, M.-N. DOMPÉ, « Le contentieux en matière d'offres publiques », *op cit.*, n°160 et s.

⁵²⁶ COB, *Rapport annuel* 1970, p.135.

⁵²⁷ COB, *Rapport annuel* 1979, p.82.

⁵²⁸ COB, *déc. générale relative aux cessions de blocs d'actions conférant le contrôle d'une société faisant publiquement appel à l'épargne*, 27 févr. 1973, JO 17 mars 1973, p.2912.

⁵²⁹ COB, *déc. générale relative aux offres publiques*, 25 juill. 1978, *préc.*

en cas de transfert de blocs de contrôle et dans l'exercice de leurs droits⁵³⁰. Convaincu par l'importance de l'égalité et souhaitant mettre fin aux incertitudes entourant la portée juridique des décisions générales prises par la COB, le législateur chargea alors officiellement le CBV d'encadrer les offres en assurant « l'égalité des actionnaires et la transparence du marché »⁵³¹. Prolongeant cette pensée, l'article 24 du Règlement n° 89-03 de la COB affirma que les parties à l'offre étaient tenues de s'assurer que leurs actes n'avaient pas pour effet de compromettre « l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées »⁵³². Gravée dans le corps de la loi dès 1989, l'exigence d'égalité de traitement n'en est depuis lors, jamais sortie. C'est l'article L.433-1 I du Code monétaire et financier qui prévoit aujourd'hui que c'est « Afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés » que le Règlement général de l'AMF fixe les règles relatives aux offres publiques.

L'importance historique attribuée à l'égalité en période d'offre n'est d'ailleurs pas une singularité tricolore. L'exigence est présentée comme la notion à l'origine de la grande majorité des réglementations relatives aux offres publiques. Déjà présente au sein de la première proposition de treizième directive en matière de droit des sociétés⁵³³, l'article 3 1° a) de la directive OPA du 21 avril 2004 dispose que « tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent »⁵³⁴. De la même façon, le *City code* britannique⁵³⁵, le droit belge⁵³⁶, suisse⁵³⁷, et la réglementation américaine⁵³⁸ placent le principe d'égalité au cœur de leurs dispositifs.

151. La présentation de l'égalité comme principe directeur des offres. L'importance attachée à cette notion dès la naissance du cadre juridique des offres explique le réflexe quasi

⁵³⁰ COB, *Rapport annuel* 1985, p.79.

⁵³¹ Art. 6 Loi n°89-531, *préc.*

⁵³² Art. 3 anc. Règl. COB n°89-03.

⁵³³ Com. Européenne, *Proposition de 13^{ème} directive*, 19 janv. 1989, n°89/C 64/07 : « considérant qu'il s'impose d'assurer l'égalité de traitement des actionnaires se trouvant dans des situations identiques; considérant que cette égalité de traitement exige que soit imposée l'obligation de lancer une offre aux personnes voulant atteindre un certain seuil de participation dans une société; que, en vue d'assurer la protection des actionnaires minoritaires et pour éviter le lancement d'offres partielles à caractère purement spéculatif, il faut obliger ces personnes à lancer une offre portant sur tous les titres de cette société ».

⁵³⁴ Art. 3 1°. a) Dir. 2004/25/CE, *préc.*

⁵³⁵ Art. 1-2 *Takeover City Code* : "All shareholders of the same class of an offeree company must be treated similarly by an offeror. During the course of an offer, or when an offer is in contemplation, neither an offeror, nor the offeree company, nor of their respective advisers may furnish information to some shareholders which is not made available to all shareholders".

⁵³⁶ Art. 15 §1 Loi du 2 mars 1989 *relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition*.

⁵³⁷ Art. 24 Loi fédérale Suisse, 24 mars 1995 *sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières*.

⁵³⁸ Rule 14d-10 SEC.

naturel à y voir un principe directeur de cette branche du droit. Nombreux sont en effet les auteurs qui, encouragés par le discours officiel de l'autorité de marché, ont érigé l'égalité de traitement des actionnaires en principe à l'origine de la majeure partie de la réglementation des offres⁵³⁹. Le cadre juridique découlerait ainsi de la volonté de garantir l'égalité des actionnaires à l'occasion de la cession du contrôle d'une société cotée. À suivre ces conclusions, l'égalité constituerait le fait générateur des offres obligatoires sur 100 % du capital en cas de changement de contrôle⁵⁴⁰ ainsi que des offres de retrait⁵⁴¹.

152. Les limites de cette présentation. Cette présentation n'emporte pourtant pas la conviction pour deux séries de raisons. Les premières tiennent au fait que cette prétendue égalité est inapte à justifier la mécanique des offres obligatoires ; les secondes sont relatives à la déformation du concept d'égalité qu'une telle analyse emporte.

153. Première limite : l'incapacité de l'égalité à fonder les offres obligatoires. À suivre la conception précédemment étayée, les cas d'offres obligatoires reposeraient sur un principe égalitaire en ce qu'ils permettraient de traiter identiquement les actionnaires majoritaires, cédants du contrôle, et les minoritaires, initialement exclus de la cession. Dit autrement, l'égalité justifierait que les minoritaires se voient offrir, lors du changement de contrôle de leur société, un droit de sortie aux mêmes conditions que les cessionnaires du contrôle. Ce serait cette égalité de traitement qui expliquerait pourquoi le cessionnaire, acquéreur du contrôle, est tenu de proposer aux minoritaires l'achat de la totalité de leurs titres, en même temps, et au même prix, que le bloc de contrôle. Cette conception, au cœur de la doctrine officielle de l'autorité de marché, peine pourtant à convaincre. Deux objections font obstacle à la reconnaissance de l'égalité comme notion mère des offres obligatoires.

D'abord, l'explication égalitaire ne peut valoir que lorsque le contrôle d'une société a été pris par le biais d'une acquisition de titres. Or, l'article 234-2 du RG AMF conditionne le dépôt d'une offre à la « détention » de plus de 30 % des titres d'une société⁵⁴². Tout

⁵³⁹ A. PETITPIERRE-SAUVAIN, « L'égalité des actionnaires dans l'offre publique d'achat », *RDAL* 1991, p.645 et s., *spéc.* p.654-655 ; *Marchés financiers et Droit commun, préc.*, n°202 ; « Les principes directeurs des offres publiques », *op cit.*, n°1024 ; J.-F. BIARD, J.-P. MATTOU, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.3 ; J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme*, (dir.) D. Legeais, Paris V, 1999, n°670 et s. ; D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3^e éd., Litec, 2008, n°361.

⁵⁴⁰ A.-C. MULLER, *Droit financier, op cit.*, n°631.

⁵⁴¹ J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme, op cit.*, n°670 et s.

⁵⁴² On relèvera que si le texte visait initialement le seul franchissement effectué « à la suite d'une acquisition », la COB a très vite interprété cette disposition de façon extensive en précisant qu'elle entendait par acquisition : « toutes modalités selon lesquelles une personne physique ou morale devient détentrice de titres [...] y compris donc l'acquisition du doublement du droit de vote, à la suite d'une augmentation de capital... » (COB, *Rapport annuel* 1989, p.162).

dépassement du seuil de 30 % déclenche donc l'obligation de déposer une offre. L'obtention d'un droit de vote double⁵⁴³, sa suppression⁵⁴⁴, la diminution du nombre total de droits de vote⁵⁴⁵, l'annulation d'actions⁵⁴⁶, la réalisation d'un apport⁵⁴⁷ ou encore la conversion d'obligations convertibles⁵⁴⁸ obligent à déposer une offre si ces événements entraînent le franchissement du seuil fatidique de 30 % et qu'aucune dérogation n'est octroyée par l'autorité de marché. Lorsque le dépassement du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire est passif ou ne fait pas suite à des achats d'actions, l'égalité perd donc toute vertu didactique puisque, à défaut de cession du bloc de contrôle par les actionnaires majoritaires, les autres actionnaires ne souffrent d'aucune inégalité. Le nouveau contrôlaire n'ayant acquis ses titres de personne et, a *fortiori* n'ayant versé aucune rente de contrôle, l'égalité n'est d'aucun secours pour expliquer pourquoi déposer une offre demeure obligatoire⁵⁴⁹.

Outre cette première insuffisance, il est également délicat d'expliquer les cas d'offres obligatoires en ayant recours à l'égalité alors même que ces procédures sont intrinsèquement inégalitaires. Rappelons en effet qu'elles imposent à un actionnaire, nouvellement contrôlaire et qui n'a jamais nui aux intérêts des minoritaires, de supporter un coût supplémentaire lors de l'acquisition du contrôle en se portant acquéreur de l'ensemble des titres encore disponibles sur le marché. Ce coût n'étant supporté par aucun autre, il peut sembler surprenant d'invoquer l'égalité des actionnaires de la société pour fonder la réglementation des offres⁵⁵⁰.

Il est tout aussi difficile de recourir au principe d'égalité pour expliquer l'existence des offres de retrait. Suivant certains auteurs, l'égalité des actionnaires justifierait de rapprocher la situation des minoritaires restants de celle des anciens actionnaires ayant bénéficié, antérieurement au fait générateur de l'offre de retrait, d'une certaine liquidité. Ainsi, les offres de retrait, en ce qu'elles ouvriraient une faculté de retrait au bénéfice des actionnaires non contrôlaire⁵⁵¹, rétabliraient l'égalité entre ceux qui ont pu céder leur titre antérieurement

⁵⁴³ AMF, déc. n°213C1991, 20 déc. 2013, *Tessi* ; AMF, déc. n°214C0124, 21 janv. 2014, *ID Logistics Group*.

⁵⁴⁴ AMF, déc. n°205C0380, 9 mars 2005, *Club Méditerranée*.

⁵⁴⁵ CMF, déc. n°203C0607, 23 avr. 2003, *Lectra*.

⁵⁴⁶ AMF, déc. n°213C0061, 16 janv. 2013, *Accor*.

⁵⁴⁷ AMF, déc. n°213C0050, 11 janv. 2013, *Capelli* ; déc. n°213C1994, 20 déc. 2013, *Ausy*.

⁵⁴⁸ AMF, déc. n°207C2010, 4 sept. 2007, *Compagnie Internationale André Trigano*.

⁵⁴⁹ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, op cit., n°1562.

⁵⁵⁰ D. SCHMIDT, « Libres propos sur l'égalité des actionnaires en cas de cession de contrôle », *Bull. Joly Bourse* janv. 2010, p.34 et s., spéc. p.38.

⁵⁵¹ Une telle faculté est ouverte en cas de détention, par le majoritaire, d'au moins 90 % des droits de vote de la société (art. 236-1 à 236-4 RG AMF), de transformation de la société en commandite par actions (art. 236-5 RG AMF), et de modification juridique ou financière significative de la société (art. 236-6 RG AMF).

au fait générateur du retrait et ceux qui n'ont pas pu en faire autant. Les offres de retrait permettraient ainsi de rétablir l'égalité entre tous en restaurant artificiellement la liquidité des actions concernées⁵⁵². Cette égalité parfaite devant la liquidité des titres fonderait intellectuellement les offres de retrait. Une fois encore, cette conception peine à convaincre.

L'obligation de déposer une offre de retrait peut, entre autres, être justifiée par la transformation d'une société en société en commandite par action⁵⁵³ ou par la modification significative des statuts ou de l'activité de la société⁵⁵⁴. Si ces hypothèses de retrait visaient réellement à assurer une parfaite égalité entre les actionnaires qui ont cédé leurs titres avant le fait générateur de l'offre de retrait et ceux n'ayant pas eu l'occasion de le faire, le prix retenu dans le cadre du retrait devrait être nécessairement équivalent à celui auquel les actions étaient échangées avant le fait générateur de l'offre. Le prix devrait donc être fixé seulement en fonction d'une moyenne des cours, éventuellement corrigée en cas de baisse passagère de la liquidité des titres. Pourtant, l'article 231-22 du Règlement général de l'AMF n'impose en rien de suivre une telle directive. Par le renvoi qu'il opère, il exige seulement que le prix de l'offre de retrait soit fixé en respectant l'approche multicritères chère à l'article L.433-4 II du Code monétaire et financier. La réglementation n'impose donc pas de fixer un prix visant à restaurer artificiellement la liquidité passée des titres⁵⁵⁵. En pratique, c'est souvent un prix largement supérieur à la moyenne des derniers cours qui est retenu⁵⁵⁶. Plus que le rétablissement d'une égalité entre les actionnaires, c'est une politique de protection des investisseurs que la réglementation soutient⁵⁵⁷.

154. Seconde limite : le concept d'égalité. Un autre obstacle, plus dirimant encore, empêche d'élever l'égalité au rang de principe de directeur des offres et de l'assimiler avec l'exigence de protection. Il tient à la notion même d'égalité.

⁵⁵² J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme, op cit.*, n°943 et s.

⁵⁵³ Art. 236-5 RG AMF.

⁵⁵⁴ Art. 236-6 RG AMF.

⁵⁵⁵ Depuis sa modification le 29 avril 2021, l'instr. DOC-2006-07 dispose que « Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà ou venant à détenir directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L.233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, l'initiateur doit également justifier, le cas échéant, des raisons pour lesquelles le prix ou la parité proposés font ressortir une valeur inférieure [...] à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre. Pour les besoins de ce calcul, les cours et volumes utilisés sont ceux constatés sur le marché sur lequel les actions de la société visée bénéficient de la liquidité la plus importante ». Si la liquidité passée est directement prise en compte, l'instruction n'empêche pas de s'en écarter suivant le principe du *comply or explain*. Il ne s'agit pas d'un critère impératif.

⁵⁵⁶ Pour des illustrations v. AMF, déc. n°208C1788, 1^{er} oct. 2008, *IBPM* ; AMF, déc. n°209C0099, 20 janv. 2009, *Distriborg*.

⁵⁵⁷ Sur les motifs de cette protection v. *infra* n°208, n°266 et n°270.

155. Dans le langage mathématique, et plus largement dans toute science dure régie par un système formel, l'égalité peut être définie comme l'équivalence absolue, l'absence totale de différence. Dans ces circonstances, être égal ne signifie rien de plus qu'être identique⁵⁵⁸. Cette définition est pourtant impraticable en sciences sociales. Si ce n'est dans sa condition primaire d'être humain, aucun Homme n'est identique. Soutenir l'identité parfaite entre tous reviendrait à nier la singularité de chacun et à imposer l'idéologie d'une masse prétendument uniforme sur la liberté de choix des individus. Prise à la lettre, une telle égalité abstraite obligerait à voter seulement des lois universelles, qui s'appliqueraient à tous, sans exception⁵⁵⁹.

156. Pour dépasser cette conception et distinguer « égal » et « identique », on ne tarda pas à appréhender l'égalité par la différenciation. Suivant cette analyse, l'égalité ne prescrit rien d'autre que de traiter de la même façon deux personnes, non identiques, mais qui appartiennent à une même catégorie préalablement déterminée⁵⁶⁰. Ainsi comprise, l'égalité est un rempart qui empêche quiconque de traiter « inégalement ceux entre lesquels la loi (ou le règlement) ne fait pas de distinctions, et qui sont considérés dans la lettre ou l'esprit de la loi comme membres d'une même catégorie »⁵⁶¹. Ce faisant, et si chacun doit recevoir la garantie d'être traité comme tout autre membre de la catégorie à laquelle il appartient, rien n'empêche de recourir à des critères pour distinguer des situations hétérogènes et leur appliquer des règles distinctes. Loin d'imposer une identité absolue entre chaque sujet, l'égalité ne s'oppose pas aux différences de traitement, sous réserve que ces différences naissent de situations objectivement dissemblables. C'est cette acception de l'égalité qui, après avoir marqué l'esprit révolutionnaire, est aujourd'hui au cœur de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789⁵⁶², et que l'on retrouve sous la plume du Conseil constitutionnel qui affirme sans ambages « que le principe d'égalité ne fait pas obstacle à ce qu'une loi établisse des règles non identiques à l'égard des catégories de personnes se trouvant dans des situations différentes, mais qu'il ne peut en être ainsi que lorsque cette non-identité est justifiée par la différence de situation et n'est pas incompatible avec la finalité de

⁵⁵⁸ M. VANQUICKENBORNE, « La structure de la notion d'égalité en droit », *Revue internationale de philosophie* 1971, p.331.

⁵⁵⁹ D. DECHENEAUD, *L'égalité en matière pénale*, préf. P. Maistre du Chambon, LGDJ, 2008, n°13.

⁵⁶⁰ H. BAUER-BERNET, « Égalité, information et droit communautaire », in *L'égalité*, t.8, (dir.) Ch. Perelman, Travaux du centre de philosophie du droit de l'Université Libre de Bruxelles, Bruylant, 1982, p.193, *spéc.* n°1 ; O. JOUANJAN, « Logique de l'égalité », *Cah. Conseil Constitutionnel*, avr. 2020, p.1 et s., *spéc.* p.4-5.

⁵⁶¹ Ch. PERELMAN, « Égalité et valeurs », *Revue internationale de philosophie* 1971, p.381 et s., *spéc.* p.385.

⁵⁶² Si le texte se montre en premier lieu particulièrement abstrait et semble prôner une égalité générale et absolue, (art. 1^{er}) il admet à plusieurs reprises l'existence de différences de traitement entre sujets, à condition qu'elles soient fondées sur des critères objectifs, comme l'utilité commune (art. 1^{er}), la capacité (art. 6) ou la faculté contributive de chacun (art. 13).

la loi »⁵⁶³. Autrement dit, le principe d'égalité s'oppose aux discriminations arbitraires, non aux différenciations fondées sur des éléments objectifs. Il n'interdit pas de traiter différemment des situations dissemblables⁵⁶⁴.

157. Par des critères de différenciations, il est donc possible, sans heurter le principe d'égalité, d'opérer des dissociations catégorielles au sein d'un ensemble général, tel que la communauté des actionnaires, et de réserver un traitement distinct à chaque sous-ensemble dégagé. La notion de contrôle, qui constitue un critère organisationnel inhérent au fonctionnement de la structure sociétaire⁵⁶⁵, permet d'opérer des différenciations conformes au principe d'égalité. Ce critère permet en effet de disjoindre, au sein de la communauté des actionnaires, la catégorie des contrôleurs de celle des non-contrôleurs, et partant, de leur appliquer des traitements différents selon l'existence ou l'absence d'un pouvoir de contrôle sur la structure sociale. Le fait que la jurisprudence ait toujours considéré que la cession du contrôle d'une société non cotée n'entraîne aucune obligation d'acquiescer, au même prix, les titres des autres actionnaires, ne témoigne donc pas de l'inégalité qui règne en ce domaine, mais est au contraire le fruit d'une juste application du principe d'égalité⁵⁶⁶. Les contrôleurs étant, par définition, dans une situation distincte de celle des non-contrôleurs, le fait que les premiers vendent leurs titres au-delà de leur valeur nominale et bénéficient *de facto* d'une rente de contrôle dont sont exclus les seconds ne constitue pas une atteinte au principe d'égalité. Il s'agit du simple jeu de la loi de la majorité, jeu qui instaure une différence de

⁵⁶³ Cons. Const., déc. n°81-132 DC, 16 janv. 1982, *Loi de nationalisation*, n°30 ; *Rev. Soc.* 1982, p.132, note J.G ; *Gaz Pal.* 2 févr. 1982, I, p.67, note A. Piedelièvre et J. Dupichot ; D.1983, p.169, note L. Hamon ; *Adde* déc. n°87-232 DC, 7 janv. 1988, *Loi relative à la mutualisation de la caisse nationale de crédit agricole*, n°10 ; *Rev. Soc.* 1988, p.229, note Y. Guyon ; déc. n°89-254 DC, 4 juill. 1989, *Loi modifiant la loi du 6 août 1986 relative aux modalités d'application des privatisations*, n°18 ; *Rev. Soc.* 1990, p.27, note Y. Guyon.

⁵⁶⁴ Dans son sens classique, le principe d'égalité impose de traiter distinctement les situations distinctes (H. KELSEN, « Justice et droit naturel », in *Annales de philosophie politique. Le droit naturel*, PUF, 1959, p.1 et s., *spéc.* p.50 ; G. PELLISSIER, *Le principe d'égalité en droit public*, LGDJ, 1996, *spéc.* p.36). L'égalité, à l'image du dieu Janus, aurait ainsi deux visages. Elle postulerait « non seulement le traitement identique de situations semblables, mais aussi le traitement différent des situations dissemblables » (D. DECHENEAUD, *L'égalité en matière pénale, op. cit.*, n°25 ; O. JOUANJAN, « Logique de l'égalité », *préc.*, p.4-5). Ce raisonnement trouve un certain écho en jurisprudence. Pour la Cour de justice de l'Union européenne, le principe d'égalité de traitement, en tant que principe général du droit communautaire, impose que des situations comparables ne soient pas traitées de façon différente et que des situations différentes ne soient pas traitées de manière égale à moins qu'un tel traitement ne soit objectivement justifié (CJCE, C-127/07, 16 déc. 2008, *Arcelor Atlantique et Lorraine*, cons. 23 et s ; *Europe* 2009, comm. 56, obs. D. Simon). Il semble en être de même pour la Cour européenne des droits de l'Homme (CEDH, n°34369/97 *Thlimmenos c/ Grèce*, 6 avr. 2000, cons. 44). Le Conseil constitutionnel considère pourtant que cette différenciation n'est que facultative pour le législateur, et se refuse à l'imposer (par ex. Cons. Const., déc. n°81-132 DC 16 janv. 1982, *préc.* ; déc. n°87-232 DC, 7 janv. 1988, *préc.*) sauf rare cas d'espèce (Cons Const., déc. n°93-329 DC, 13 janv. 1994, *Falloux* ; *RFD Const.* 1994, p.325, obs. L. Favoreux). Par voie de conséquence, le Conseil d'État rejette comme inopérante la violation du principe d'égalité qui résulterait d'un traitement uniforme de situations différentes (CE, n°179049, 179050, 179054, 28 mars 1997, *Société Baxter* ; n°300467, 19 mars 2007, *Le Gac*).

⁵⁶⁵ Y. De CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, préf. G. Horsmans, Bruylant, 2004, n°265. Pour une approche nouvelle des catégories d'actionnaires fondées sur les notions de contrôle et de pouvoir, v. E. CASIMIR, *Les catégories d'actionnaires*, (dir.) D. Cohen, Panthéon Assas, 2015, n°155 et s.

⁵⁶⁶ Sur cette jurisprudence, v. *infra* n°461.

valeur entre les droits sociaux selon la dose de pouvoir qui s’y attache⁵⁶⁷. Le Conseil constitutionnel l’a parfaitement exprimé dans une décision, en observant que le prix d’acquisition d’un ensemble d’actions donnant à un groupe d’acquéreurs le contrôle de la société devait être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique⁵⁶⁸.

Il est alors difficile d’expliquer pourquoi ce raisonnement ne vaudrait plus en présence de sociétés cotées. La cession du contrôle d’une société, qu’elle soit cotée ou non, ne met pas en cause l’égalité des actionnaires. Elle doit donc échapper à l’emprise de ce principe⁵⁶⁹. Recourir à la notion d’égalité pour forcer l’assimilation entre majoritaire et minoritaire et fonder l’obligation de déposer une offre aboutit à dénaturer la notion et à quitter le domaine de l’égalité pour d’autres terres. Le processus de différenciation, qui revient à distinguer deux ou plusieurs catégories d’individus, inhérent à l’égalité, ne peut être supprimé sans artifice. Passer outre ces différences pour traiter identiquement majoritaire et minoritaire revient nécessairement à affecter le sens et la portée de la notion d’égalité⁵⁷⁰. Cela revient à la détourner pour justifier l’existence de régimes juridiques inégalitaires prônant le traitement identique de situations dissemblables. Comme le relève un auteur, les actionnaires contrôlares et non-contrôlares n’ayant jamais été dans la même situation, « le principe de l’égalité des actionnaires ne repose ici sur rien »⁵⁷¹. Les mécanismes relatifs aux offres traduisent bien plus une volonté de protection des actionnaires non-contrôlares qu’un idéal égalitaire. Se fonder sur l’égalité pour justifier les offres et imposer une identité de traitement entre deux groupements que tout oppose revient à confondre égalité et égalitarisme⁵⁷².

Plusieurs auteurs ne se sont pas laissés séduire par ce mélange des genres. Si dès la fin des années 1990, le Professeur Alain Viandier qualifiait l’égalité de « principe majeur du droit des offres publiques », il soulignait néanmoins le paradoxe de cette réglementation,

⁵⁶⁷ D. SCHMIDT, « Quelques remarques sur les droits de la minorité dans les cessions de contrôle », D.1972, chron., p.233, *spéc.* n°7 ; A. VIANDIER, « Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l’expérience française », *préc.*, n°23.

⁵⁶⁸ Cons. Const., déc. n°86-217, 18 sept. 1986, *loi relative à la liberté de communication*, cons. 48 ; *Rev. Soc.* 1986, p.606, note Y. Guyon.

⁵⁶⁹ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l’effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°1543.

⁵⁷⁰ J.-F. SPITZ, « Le rôle de l’égalitarisme néo-classique dans l’apologie précoce des sociétés libérales », *Droits* 2001/1, p.107 et s., *spéc.* p.112-113 ; Adde A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l’effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°1405.

⁵⁷¹ L. DABIN, « Les acquisition d’entreprise – Rapport de synthèse », *RDAI* 1989, p.715 et s., *spéc.* p.725. On relèvera que l’autorité de marché, en affirmant dès l’origine que « des arguments peuvent être avancés pour justifier que la valeur des actions réunies entre quelques mains [...] et permettant d’exercer une influence sur la gestion sociale soit supérieure à la valeur de celles que détient le petit porteur » puis en ajoutant que « l’intérêt du marché commande cependant que les épargnants aient confiance dans son fonctionnement équitable et que l’égalité des actionnaires soit clairement affirmée » a toujours admis que le sens traditionnel de l’égalité ne pouvait justifier à lui seul l’existence des offres publiques (COB, *Rapport annuel* 1970, p.135).

⁵⁷² D. DECHENEAUD, *L’égalité en matière pénale*, préf. P. Maistre du Chambon, *op. cit.*, p.VIII : « Alors la conclusion s’impose d’elle-même et finit sur la constatation d’un droit positif qui [...] confond parfois, pour des raisons bien obscures, égalité et égalitarisme afin de défendre des valeurs moins avouables ».

inégalitaire puisqu'interdisant au majoritaire d'obtenir un meilleur prix que le minoritaire⁵⁷³. Pareillement, si Messieurs Biard et Mattout ont pu présenter l'égalité comme le premier principe des offres, ils n'observaient pas moins que cette branche du droit était « dérogatoire au principe même de l'égalité » puisqu'elle aboutissait à traiter de la même façon des personnes se trouvant dans des situations tout à fait différentes⁵⁷⁴. Récemment, Madame Sophie Schiller a également relevé que le droit des offres trouvait moins son fondement dans l'égalité que dans la volonté d'attirer les petits investisseurs⁵⁷⁵. Les textes eux-mêmes relèvent parfois la différence entre égalité et protection. On en trouve une illustration en droit européen. Si la directive OPA se réfère à l'égalité des actionnaires, elle fait toutefois écho, s'agissant de l'obligation de lancer une offre, à l'idée de protection. L'article 3 1° a) dispose ainsi que « si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titre doivent être protégés ». Il constitue une preuve supplémentaire que les obligations faites à l'actionnaire tenu de procéder à une offre ne découlent pas d'un principe d'égalité, mais plutôt d'une volonté de protéger les actionnaires non-contrôlares. C'est donc à tort que l'article L.433-1 I du Code monétaire et financier mentionne l'égalité des actionnaires en chapeau des obligations qu'il prévoit⁵⁷⁶.

158. Synthèse. Incapable de justifier l'existence des offres obligatoires d'achat ou de retrait, l'exigence d'égalité repose sur une logique différente de celle de protection. Si les deux exigences ne sont pas totalement étrangères et sont parfois prises pour synonymes, elles ne peuvent être assimilées sans dénaturer le concept d'égalité. Les développements à venir refuseront donc de confondre les deux notions, d'autant que l'égalité de traitement des actionnaires constitue un principe général des offres qui revêt une portée distincte de celui de protection⁵⁷⁷.

II. La protection et l'équité

159. La protection n'est pas l'équité. L'exigence de protection doit également être distinguée de celle d'équité. Si les deux notions ne sont pas sans lien en ce que l'équité reflète l'idée de justice et de protection de la partie faible, elles ne sont pas identiques pour autant. Le mode opératoire suivi pour départir l'exigence de protection de celle d'égalité permettra

⁵⁷³ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 1999, n°2382.

⁵⁷⁴ J.-F. BIARD, J.-P. MATTOU, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.5.

⁵⁷⁵ S. SCHILLER, « L'égalité en droit des sociétés », *APD* 2008, p.119, *spéc.* n°19.

⁵⁷⁶ D. SCHMIDT, « Libres propos sur l'égalité des actionnaires en cas de cession de contrôle », *préc.*, p.38.

⁵⁷⁷ V. *infra* n°465 et s.

d'en rendre compte. Après avoir remarqué l'importance traditionnellement attachée à l'équité dans le contexte des offres publiques, on précisera en quoi elle doit être séparée de l'idée de protection.

160. La présentation de l'équité comme principe directeur des offres. Le concept d'équité trouve un écho certain en droit des offres. Il apparaît d'abord dans les discours officiels de la COB, qui invoquait l'équité pour appuyer l'importance de son office⁵⁷⁸. Cherchant à donner du poids aux prises de positions de l'autorité, ses représentants s'interrogèrent très tôt sur la nécessité de compléter, voire de dépasser, l'idée d'égalité par celle d'équité⁵⁷⁹. La doctrine financière de l'époque relevait d'ailleurs que les textes fondateurs des offres, en ce qu'ils réservaient des droits à certaines catégories d'actionnaires, étaient davantage animés par le souffle de l'équité que par un esprit d'égalité⁵⁸⁰. Dépassant le simple discours sur le droit, la notion d'équité ne tarda pas à intégrer le corps du droit des offres. Son incorporation a d'abord été réalisée par le biais de l'attestation d'équité, qui figure aujourd'hui à l'article 262-1 du RG AMF⁵⁸¹. L'expression « attestation d'équité » prend sa source dans les réflexions de la COB qui, au début des années 1990, souhaitait que des opinions financières externes soient fournies à l'occasion d'opérations complexes afin d'attester de leur caractère équitable au regard des intérêts des actionnaires minoritaires⁵⁸². L'équité se retrouve également dans la formule d'« indemnité équitable », d'abord employée par le juge français dans le cadre du retrait obligatoire⁵⁸³, et depuis reprise par la directive OPA qui impose, en cas de changement de contrôle d'une société cotée, d'offrir « un prix équitable » aux actionnaires minoritaires⁵⁸⁴. Ces occurrences peuvent mener à assimiler l'idée de protection à celle d'équité et à considérer cette dernière comme un principe directeur à l'origine de la réglementation des offres.

161. Les limites de cette présentation. Il est toutefois difficile de déduire de ces expressions l'existence d'un principe directeur d'équité qui porterait l'ensemble de la réglementation des offres. L'expression « attestation d'équité » ne désigne en effet rien d'autre que la conclusion du rapport rendu par l'expert indépendant, qui ne doit son nom

⁵⁷⁸ COB, *Rapport annuel* 1970, p.135 ; *Rapport annuel* 1985, p.79.

⁵⁷⁹ P. FLEURIOT, « Les entretiens de la COB : Marché 2001 », *Bull. mens. COB* déc. 1994, n°286, p.27 et s., *spéc.* p.30.

⁵⁸⁰ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°1536.

⁵⁸¹ Sur cette attestation v. M. NUSSENBAUM, T. VASSOGNE, « Les attestations d'équité et expertise indépendante », in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.437.

⁵⁸² COB, *Rapport annuel* 1993, p.43 ; *Rapport annuel* 1994, p.78 ; *Rapport annuel* 1995, p.42.

⁵⁸³ CA Paris, n°95/2112, 16 mai 1995, *Sogénal* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 1995, p.395 ; *JCP E* 1995, I, 475, obs. J.-J. Caussain et A. Viandier ; *Rev. Soc.* 1995, p.535, note L. Faugérolas ; *Banque et Droit* mai-juin 1995, p.57, chron. F. Peltier ; *RJDA* 1995, p.646, note A. Viandier.

⁵⁸⁴ Art 5 4° Dir. 2004/25/CE, *préc.*

qu'au recopiage de la pratique anglo-saxonne de la « *fairness opinion* »⁵⁸⁵. La remarque vaut tout autant pour le concept de « prix équitable » qui, en droit positif, ne désigne rien de plus que le prix fixé conformément à la méthode et aux critères retenus par la directive OPA⁵⁸⁶. La référence à l'équité est ainsi superfétatoire, l'expression « prix équitable » pouvant être remplacée par celle de « juste prix ». Elle est même inconvenante. Dans la détermination du prix de l'offre, l'équité n'a nul rôle à jouer, seules la comptabilité et l'analyse financière en ont un⁵⁸⁷.

Au-delà de ces remarques terminologiques, deux autres raisons empêchent d'élever l'équité au rang de principe directeur des offres et de l'assimiler avec l'idée de protection des actionnaires. Elles sont proches de celles exposées à propos de l'égalité. La première a trait à l'incapacité de l'équité à fonder la réglementation des offres ; la seconde à l'absence de consensus autour du sens et des fonctions que revêt réellement cette notion.

162. Première limite : l'incapacité de l'équité à fonder les cas d'offres obligatoires.

L'idée selon laquelle l'équité, en ce qu'elle assurerait une plus juste répartition des droits des actionnaires, serait à l'origine de la réglementation des offres est séduisante. Une réflexion plus poussée permet toutefois d'apercevoir le miroir aux alouettes. Pour le briser, il suffit de rappeler qu'en droit des sociétés, les actionnaires minoritaires ne disposent ni de la possibilité de céder leurs titres au nouvel actionnaire majoritaire, ni de le faire au même prix que les cédants du bloc de contrôle⁵⁸⁸. Or, si c'est réellement de l'idée d'équité que les procédures d'offres et le droit de retrait des actionnaires tirent leur origine, il est bien difficile d'expliquer pourquoi alors ces procédures n'existent pas là où ces droits sont plus nécessaires qu'ailleurs. En effet, contrairement aux actionnaires de sociétés cotées, qui peuvent toujours quitter la société en se défaisant de leurs titres sur le marché en cas de désaccord avec la nouvelle politique sociale, les actionnaires d'une société dont les titres ne sont pas négociables ne bénéficient d'aucune porte de sortie en cas de changement de contrôle indésiré⁵⁸⁹. Si l'équité se trouvait véritablement à la source de la réglementation des offres, c'est d'abord en droit

⁵⁸⁵ Th. GRANIER, « La procédure d'attestation d'équité », *Rev. Soc.* 1997, p.699, *spéc.* n°5. Des auteurs critiquent ouvertement l'usage de cette expression (E. CAFRITZ et D. CARAMALLI, « Existe-t-il une *fairness opinion* à la française », *JCP E* 13 mai 2004, 735, n°11).

⁵⁸⁶ Sur cette méthode v. CJUE, C-735/19, 10 déc. 2020, *Euromin Holdings* ; Concl. J. Kokott, 10 sept. 2020 ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2021, p.27, com. M. Menjuncq.

⁵⁸⁷ A. VIANDIER, « Retrait obligatoire : à propos de l'affaire Sogenal », *RJDA* 1995, p.646, *spéc.* n°21.

⁵⁸⁸ Cass. Com., n°68-11.085, 21 janv. 1970 ; *JCP* 1970, II, 16541, obs. B. Oppetit ; *Rev. Soc.* 1970, p.292, note J. G ; *RTD Com* 1970, p.738, obs. R. Houin ; Cass. Com., n°04-14.188, 11 oct. 2005 ; *Bull. Joly Soc.* mai 2006, p.632, note Th. Massart.

⁵⁸⁹ Pour des auteurs soulignant le faible niveau de protection des minoritaires dans les sociétés non cotées v. J. HEINICH, F. PATRIZIO, « Les minoritaires sacrifiés dans les entreprises de taille intermédiaire », *D.2013*, p.2862 ; « La protection des actionnaires minoritaires, état des lieux et perspectives », *JCP E* avr. 2018, 1185 ; A. LECOURT, « Simplifier, clarifier et actualiser le droit des sociétés : les minoritaires sacrifiés sur l'autel du libéralisme ? », *RTD Com.* 2019, p.903.

commun des sociétés, là où les actions sont plus illiquides qu'ailleurs, que les cas d'offres obligatoires à prix plancher auraient dû être consacrés. Il est d'ailleurs instructif de se remémorer qu'outre-Atlantique, certains défendent l'idée que le droit des minoritaires de céder leurs titres en bénéficiant de la prime de contrôle devrait être fonction de la taille de la société visée et qu'un tel privilège ne devrait être accordé qu'en présence de sociétés fermées, de petites tailles, dont les actions ne sont pas diffusées dans le public⁵⁹⁰.

Il est déraisonnable de considérer que les offres obligatoires ne recevraient aucune justification en présence de sociétés cotées⁵⁹¹. Force est toutefois de constater que la protection offerte aux actionnaires en période d'offre n'est pas fondée sur l'équité. Si tel était le cas, l'équité justifierait l'existence de procédures équivalentes hors de la cote, là où elles sont le plus nécessaires. Des figures politiques dénoncèrent d'ailleurs cet état des choses⁵⁹². Au milieu des années 1990, des auteurs appelèrent de leurs vœux l'introduction d'un droit de retrait général à l'initiative des minoritaires en cas de changement du contrôle ou d'orientation des sociétés non cotées⁵⁹³. Un tel dispositif aurait permis de tempérer le principe majoritaire et offert aux minoritaires une « porte de sortie honorable » à chaque rupture du pacte social⁵⁹⁴. Mais si l'idée d'un retrait généralisé a pu être intégrée dans un projet de loi⁵⁹⁵, elle tomba rapidement dans l'oubli, avant de refaire timidement surface en doctrine⁵⁹⁶, et de recevoir une consécration en demi-teinte en présence d'opérations transfrontalières⁵⁹⁷. Force est de conclure que ce n'est pas l'équité, mais d'autres déterminants qui fondent les hypothèses d'offres obligatoires et la protection qu'elles offrent aux actionnaires des sociétés cotées.

163. Seconde limite : le concept même d'équité. L'équité est une notion dont on peine à appréhender le sens général. Dès lors, choisir d'assimiler l'idée d'équité avec celle de protection aboutit mécaniquement à obscurcir le sens de cette dernière.

⁵⁹⁰ T. L. HAZEN, "Transfers of Corporate control and duties of controlling shareholders. Common Law, tender offers, investment companies and a proposal for reform", *University of Pennsylvania Law review*, 1977, p.1023.

⁵⁹¹ V. toutefois X. BOUCOBZA, *L'acquisition internationale de société*, préf. Ph. Fouchard, LGDJ, 1998, n°304. L'auteur nuance néanmoins son propos en remarquant que la réglementation des offres poursuit un objectif de stabilisation du pouvoir (*ibid*, n°305 et s.). Pour une position plus extrême, qui plaide pour la suppression de l'offre publique obligatoire v. C. BOBILLIER, *La liberté contractuelle à l'épreuve des marchés financiers*, (dir.) Y. Reinhard, Lyon 3, 2015, p.264.

⁵⁹² Ph. MARINI, « Le droit de retrait des actionnaires minoritaires dans les sociétés non cotées », *LPA* 4 nov. 1998, p.27.

⁵⁹³ M.-A. FRISON-ROCHE, « L'hypothèse d'un droit général de retrait des minoritaires », *Cah. dr. entr.* 1996/4, p.19.

⁵⁹⁴ P. DIDIER, « Le consentement sans l'échange, le contrat de société », *RJC* 1995, n° spéc., p.74 et s., *spéc.* p.79 ; M.-A. FRISON-ROCHE, « L'hypothèse d'un droit général de retrait des minoritaires », *préc.*, n°21.

⁵⁹⁵ Ph. MARINI, « Le droit de retrait des actionnaires minoritaires dans les sociétés non cotées », *préc.*

⁵⁹⁶ S. SCHILLER, F. PATRIZIO, « Un rééquilibrage nécessaire des relations entre majoritaires et minoritaires dans les sociétés non cotées », *JCP E* mai 2014, 1284.

⁵⁹⁷ V. le dispositif introduit à l'article L.236-40 du Code com. à la suite de la transposition de la Dir. n°2019/2121/UE du 27 nov. 2019.

Invoquer l'équité en droit français revient à se risquer au périlleux exercice d'équilibriste sur une corde mal tendue. Périlleux exercice, car la notion a un passé difficile. Étymologiquement dérivée du latin *aequitas*⁵⁹⁸, l'équité est au départ dominée par l'idée d'égalité et de juste répartition⁵⁹⁹. L'histoire du mot nous apprend toutefois que le lien entre égalité et équité, initialement très fort, s'est progressivement distendu. La notion a fini par se rapprocher de *l'epikekia* grec, qui signifie indulgence, puis de *l'aequitas* romain, devenue, sous influence chrétienne, synonyme de *begnitas*⁶⁰⁰. Elle ne tarda pas alors à devenir, malgré les efforts salutaires pour la définir⁶⁰¹, une corde mal tendue, une notion qui « sent le soufre »⁶⁰².

Les sens rattachés à la notion se multipliant, l'équité a vu ses contours s'obscurcir. Alors que certains considèrent l'équité comme « la justice dans le cas concret »⁶⁰³, d'autres estiment au contraire qu'il n'existe pas une équité, mais plusieurs : celle *infra legem*, rattachée à la loi et reçue par le législateur⁶⁰⁴, celle *praeter legem*, qui supplée le législateur en complétant la loi⁶⁰⁵, et celle *contra legem*, qui rétablit l'idée de justice lorsqu'elle se trouve bafouée par la loi⁶⁰⁶. Des auteurs plus radicaux refusent enfin de concevoir l'équité comme une notion juridique. Ils n'y voient qu'une tournure d'esprit ou un sentiment. La profusion des sens attachés à la notion aidant, l'équité est devenue, malgré elle, une notion qui représente tout et son contraire et dont il conviendrait de se méfier⁶⁰⁷.

⁵⁹⁸ V. « équité » in *Dict. historique de la langue français*, Robert, 2012.

⁵⁹⁹ *Aequitas* est un dérivé de *aequus* qui signifie « égalité », « équilibre moral », « esprit de justice » (*Dict. historique de la langue français, op cit.*).

⁶⁰⁰ M. S. ZAKI, « Définir l'équité », *APD* 1990, p.87, *spéc.* n°5.

⁶⁰¹ V. not. Monsieur Magdi Sami Zaki qui, par le biais d'un convaincant travail de synthèse, définit l'équité comme une méthode casuistique, recherchant la solution adaptée à l'espèce pour atténuer, assouplir ou mitiger les rigueurs extrêmes du droit positif (M. S. ZAKI, « Définir l'équité », *préc.*, n°1 à 5). Adde l'important travail autour du concept d'équité réalisé par Monsieur Jean-Marc Moulin (J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme, op cit.*, n°852 à n°901).

⁶⁰² A. GIRARDET, « L'équité du juge : si on levait le voile ? », *Justices* janv.-mars 1998, n°9, p.1.

⁶⁰³ Cette définition est souvent prêtée à Aristote. Comme le souligne néanmoins un auteur italien, le philosophe grec entendait plutôt l'équité comme « le droit dans le cas concret » (V. FROSINI, "Equità (nozione)", in *Enciclopedia del Diritto*, vol. XV, Giuffrè, 1966, p.69 et s., *spéc.* p.69-70).

⁶⁰⁴ M. BOULET-SAUTEL, « Équité, justice et droit chez les glossateurs du XIIIème siècle », in *Recueil de travaux et mémoires publiés par la Société d'histoire du droit et des institutions des anciens pays de droit écrit*, Fasc. II, 1951, p.3 et s., *spéc.* p.10.

⁶⁰⁵ M. S. ZAKI, « Définir l'équité », *préc.*, n°12.

⁶⁰⁶ H. MAZEAUD, « Les notions de droit, de justice et d'équité », in *Mélanges en l'honneur de Geburtstag von August Simonius*, Basel : Helbing & Lichtenhahn, 1955, p.229 et s., *spéc.* p.231.

⁶⁰⁷ Comme en témoigne d'ailleurs le fameux adage « Dieu nous garde de l'équité des parlements » (sur lequel v. G. BOYER, « La notion d'équité et son rôle dans la jurisprudence des parlements », in *Mélanges en l'honneur de Jacques Maury*, t.2, Dalloz, 1960, p.257).

Il en est de même s'agissant des fonctions qu'on lui prête. L'équité en revêt autant que de sens. Un tour d'horizon des rôles prêtés à l'équité dans le contexte des offres publiques suffit à en rendre compte. Pour un premier courant, influencé par les rapports annuels de la COB, l'équité constituerait le fondement du principe d'égalité qui règne en droit des offres⁶⁰⁸. En fondant l'égalité, l'équité la transformerait. Éclairée par l'équité, l'égalité des actionnaires, traditionnellement relative, muerait en une égalité absolue, sans borne⁶⁰⁹. Pour un autre courant, l'équité serait au contraire une manifestation de la justice distributive⁶¹⁰. En droit des offres, elle dépasserait par conséquent la notion d'égalité au nom de certains impératifs économiques⁶¹¹. Enfin, suivant une dernière analyse, l'équité ferait figure de principe complémentaire qui viendrait atténuer une application trop rigoureuse des règles régissant la procédure d'offre⁶¹². Elle aurait pour fonction de fonder les cas de dérogations et de non-lieux à l'obligation de déposer un projet d'offre⁶¹³. Acte pris de la multitude de sens et de fonctions rattachés à l'équité, il apparaît délicat de vouloir la confondre avec l'idée de protection qui bénéficie d'une définition mieux arrêtée : le substantif renvoie à une action, celle de protéger.

164. Synthèse. Devant son incapacité à fonder les cas d'offres obligatoires et ses contours fuyants, la notion d'équité, sur laquelle nul ne s'accorde, doit être démêlée de celle de protection.

§2. La définition positive de la protection

165. Annonce. Distinguée de ses concepts voisins, l'exigence de protection peut à présent être appréhendée positivement. Abstraitement, sa définition ne pose pas de difficulté : la protection désigne l'action de protéger⁶¹⁴. Cette définition doit néanmoins être

⁶⁰⁸ COB, *Rapport annuel* 1970, p.135 ; *Rapport annuel* 1985, p.79.

⁶⁰⁹ J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme*, *op cit.*, n°981.

⁶¹⁰ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op. cit.*, n°1383 et n°1536 ; C. DANGLEHANT, « Le nouveau statut des minoritaires dans les sociétés anonymes cotées : l'application du principe d'équité », *Rev. Soc.* 1996, p.217 et s., *spéc.* p.237.

⁶¹¹ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op. cit.*, n°881 et n°1536.

⁶¹² J.-F. BIARD, J.-P. MATTOUT, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.10 ; Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, EFE, 1999, n°110 ; Th. BONNEAU, P. PAILLER, et alii, *Droit financier*, *op cit.*, n°1165.

⁶¹³ J.-F. BIARD, J.-P. MATTOUT, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.10.

⁶¹⁴ V. « protection » in *Dictionnaire de l'Académie française*, 9^e éd.

contextualisée afin de saisir « qui » est protégé et de « quoi ». Cela implique de déterminer le sujet de la protection (I) et son objet (II).

I. Le sujet de la protection

166. La protection des actionnaires minoritaires. De manière quasi unanime, la doctrine considère que le droit des offres publiques d'acquisition vise à protéger les actionnaires minoritaires des sociétés cotées⁶¹⁵. La Cour d'appel de Paris l'a confirmé, en remarquant que l'offre de retrait était « précisément destinée à protéger [les] droits d'actionnaires minoritaires dans une société cotée contre certaines décisions prises par ceux qui la contrôlent »⁶¹⁶. Plus largement encore, la Cour de justice de l'Union a observé que « l'objectif principal de la directive 2004/25 est de protéger les actionnaires minoritaires d'une société cible d'une OPA »⁶¹⁷, et qu'il appartenait en conséquence aux États membres de prendre les mesures nécessaires pour assurer la protection des minoritaires lorsque le contrôle de leur société a été pris. Mais s'il fait peu de doute que le sujet de la protection n'est pas l'actionnaire majoritaire⁶¹⁸, la notion d'actionnaire minoritaire est délicate à saisir⁶¹⁹. Elle doit être précisée.

⁶¹⁵ V. not. N. DECOOPMAN, *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, op cit., p.213 ; R. HOUIN, « La prise de contrôle d'une société par actions (à l'exclusion du contrôle des concentrations d'entreprises) » *RIDC* 1986, p.567, spéc. n°18 ; P. BÉZARD, « Le changement de contrôle d'une société cotée », *préc.*, p.112 ; N.-M. BARDY, « La COB et le droit des minoritaires », *Bull. mens. COB* juin 1991, n°248, supp. ét. n°49, p.3 et s., *spéc.* p.9 ; J.-F. BIARD, J.-P. MATTOUT, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.* p.8 ; C. RUELLAN, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, (dir.) F. Terré, Panthéon Assas, 1997, n°753 et n°765 ; L. FAUGÉROLAS, « La protection des minoritaires dans le Titre V du Règlement Général du Conseil des marchés financiers », op cit., n°4 ; A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, op cit., n°1561 ; Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, op cit. n°350 ; M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers, aspects juridiques*, op cit., n°58 ; L. FAUGÉROLAS, « Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA », *préc.* n°9 ; N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, « OPA-OPE obligatoires », *Ét. Joly*, Lextenso, 2017, n°002 ; D. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA OPE OPR », op cit., n°133.

⁶¹⁶ CA Paris, 20 nov. 1991, *préc.*

⁶¹⁷ CJUE, C-735/19, 10 déc. 2020, *préc.*, n°86.

⁶¹⁸ V. néanmoins X. BOUCOBZA, *L'acquisition internationale de société*, op cit., n°304 et s., pour qui l'offre publique obligatoire viserait en vérité à assurer la stabilité de l'actionariat de contrôle et protégerait donc les associés majoritaires, détenteurs du contrôle. Cette position est toutefois difficile à tenir (v. G. LEKKAS, *L'harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs, Étude comparée des règles en vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique*, op cit., n°792).

⁶¹⁹ Sur cette difficulté v. A. VIANDIER, *La notion d'associé*, préf. F. Terré, LGDJ, 1978, n°205, qui relève « l'extrême incertitude régnant sur le point de savoir qui est et qui n'est pas minoritaire » ; Y. GUYON, « Les droits des actionnaires minoritaires », *Rev. dr. banc. bourse* janv.-févr. 1990, p.35, *spéc.* n°2, qui remarque que la notion de minorité est par nature divisée et hétérogène, ce qui rend difficile son appréhension ; Y. De CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, op cit., n°261, qui décrit la notion de minorité comme « insaisissable ».

167. Lien entre majoritaire et minoritaire. Il convient d'abord de remarquer que la notion de minorité n'est pas nécessairement numérique. Les minoritaires peuvent être numériquement majoritaires en nombre, mais dispersés⁶²⁰.

168. Le minoritaire est un actionnaire non-contrôlaire. La notion de minorité ne doit ensuite pas être réduite aux seuls actionnaires qui, par leur vote, s'opposent à la volonté majoritaire⁶²¹. Dans le contexte d'une offre, la notion fait plus largement écho à toute personne qui n'exerce pas le contrôle de la société dans laquelle elle détient ses titres. La protection est impersonnelle. Elle ne dépend ni de la personne de l'actionnaire, ni de son activité, ni de la finalité qu'elle poursuit. Le minoritaire est protégé en tant que masse. Il l'est du seul fait de son extériorité au groupe de contrôle⁶²². Monsieur Dominique Schmidt l'a relevé : « Les actionnaires "minoritaires" d'une société visée par une offre publique peuvent être les détenteurs d'une fraction minoritaire ou d'une fraction majoritaire du capital mais ils ne sont jamais les détenteurs du pouvoir »⁶²³. Sous le vocable d'actionnaires minoritaires, ce sont donc les actionnaires sans contrôle qui sont visés⁶²⁴.

169. Le minoritaire est un actionnaire actuel ou potentiel. Enfin, la notion d'actionnaire doit être comprise largement et être rapprochée de celle d'investisseur. Comme le souligne l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'offre publique doit viser la totalité des titres de capital et ceux « donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée ». Ce n'est donc pas seulement la situation de l'actionnaire actuel que la réglementation prend en compte. Elle vise également l'actionnaire simplement potentiel, c'est-à-dire celui qui au jour de l'offre n'est pas actionnaire, mais est susceptible de le devenir dans un avenir proche. La réglementation protège ainsi les actionnaires en puissance des sociétés cotées⁶²⁵.

Ces trois précisions apportées, il faut désormais saisir l'objet de la protection offerte aux actionnaires non-contrôlaire.

⁶²⁰ D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, préf. J.-M. Bischoff, Sirey, 1970, n°8 ; P BÉZARD, Y. CHAPUT, « La COB et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de société », *Rev. Soc.* 1982, p.480 et s., *spéc.* p.482.

⁶²¹ Cette conception de la minorité est parfois retenue en doctrine (D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, *op cit.*, n°11 à n°14).

⁶²² A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers.*, *op cit.*, n°1532.

⁶²³ D. SCHMIDT, « Les droits des minoritaires et les offres publiques », D.2007, p.1887.

⁶²⁴ P BÉZARD, Y. CHAPUT, « La COB et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de société », *préc.* p.481 ; *adde* E. CASIMIR, *Les catégories d'actionnaires*, *op cit.*, note 856, qui souligne qu'il serait sans doute préférable d'abandonner l'expression d'actionnaire minoritaire au profit de celle d'actionnaire sans contrôle.

⁶²⁵ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.* n°907. L'expression se retrouve également à propos du principe d'égalité (Th. BONNEAU et L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, *op cit.*, n°100 ; v. *infra* n°516).

II. L'objet de la protection

170. Une protection contre le changement de contrôle. Contrairement à sa justification, qui peut prêter à discussion, l'objet de la protection offerte aux actionnaires minoritaires ne fait pas débat. L'idée selon laquelle la réglementation des offres vise à protéger les actionnaires non-contrôlaires contre les hypothèses de changement de contrôle de leur société est largement partagée. Elle ressort clairement de la directive OPA qui, dans son 9^{ème} considérant et son article 5, lie l'offre publique obligatoire à la prise de contrôle de la société⁶²⁶. La directive donne pour objet à l'offre publique de protéger les minoritaires en cas de changement de contrôle de la société dans laquelle ils ont investi⁶²⁷. En droit français, il est également acquis que l'obligation qui contraint l'actionnaire qui dépasse un certain seuil en capital ou en droits de vote à déposer un projet d'offre protège les minoritaires en leur ménageant la faculté de sortir de leur société à un juste prix. La sanction prévue en cas d'absence de dépôt d'une offre témoigne d'ailleurs du lien entre protection et changement de contrôle. À défaut d'avoir procédé au dépôt d'une offre, l'article L.433-3 du Code monétaire et financier dispose que les titres détenus par le contrevenant au-delà du seuil ayant déclenché l'obligation de déposer une offre sont privés de droit de vote. En privant le nouveau contrôleur de sa puissance de vote, le dispositif prémunit les minoritaires contre tout changement de contrôle non désiré.

171. Une protection contre l'exercice du contrôle. Si les hypothèses de changement de contrôle sont l'objet de la protection délivrée aux minoritaires par le biais des offres publiques d'achats et d'échanges, force est de constater que ce ne sont pas ces hypothèses qui se trouvent à l'origine des offres de retrait. Prévu en cas de détention, par le majoritaire, d'au moins 90 % du capital ou des droits de vote de la société⁶²⁸, de transformation en commandite par actions⁶²⁹, ou de modifications significatives des statuts ou de l'activité de la société⁶³⁰, les offres de retrait ouvrent un droit de sortie aux minoritaires susceptibles d'être lésés par les choix opérés par l'actionnaire de contrôle. Ces procédures ont pour objet de prémunir les minoritaires contre toute modification significative de la gestion de leur société sur le plan juridique, économique ou financier. Ce n'est alors plus contre le changement du contrôle, mais contre son exercice que la protection est accordée. Les offres

⁶²⁶ Cons. 9 et art. 5.1 Dir 2004/25/CE, *préc.* ; C. UZAN, « Transparence et opérations financières : le suivi du contrôle dans les sociétés cotées », *Entretiens de l'AMF* nov. 2008, p.27 et s., *spéc.* p.31.

⁶²⁷ Les conclusions de l'avocat général présentées à l'occasion de l'affaire Euromins Holdings vont en ce sens (J. KOKOTT, Conclusions présentées le 10 septembre 2020, aff. C-735/19, n°1).

⁶²⁸ Art. 236-1 à 236-4 RG AMF.

⁶²⁹ Art. 236-5 RG AMF.

⁶³⁰ Art. 236-6 RG AMF.

de retrait ont ainsi pour objet d'offrir une faculté de retrait aux minoritaires lorsque les actionnaires contrôlares menacent significativement, soit par leur poids, soit par leur décision, la situation des minoritaires ou la liquidité de leur investissement⁶³¹.

172. Conclusion de Section. Départagée des considérations d'équité et d'égalité, l'exigence de protection peut être définie comme l'action de protéger les actionnaires minoritaires, c'est à dire non-contrôlares, contre les hypothèses de changements de contrôle et celles susceptibles de modifier significativement les modes de gestion de leur société. Cette exigence de protection, présentée comme « le mètre étalon des offres publiques obligatoires et de leurs dérogations »⁶³², ferait figure de principe fondamental et serait à l'origine de tous les autres⁶³³. Il constituerait ainsi le second principe directeur des offres. Pour confirmer cette opinion, il convient de vérifier que l'exigence de protection revêt bien un rayonnement particulier et n'est pas étrangère au monde juridique.

Section 1. Le rayonnement de l'exigence de protection

173. Annonce. Deux éléments permettent de mesurer la force de rayonnement d'une notion⁶³⁴. Le premier est relatif à sa capacité à fonder la majorité des règles qui régissent une matière donnée. La seconde touche à la permanence de la notion et à son ancrage historique dans cette matière. Comme l'exigence de transparence, celle de protection remplit ces deux aspects. Son ubiquité (§1.) et sa longévité (§2.) se vérifient sans difficulté.

⁶³¹ A. PIETRAN COSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, op cit., n°1564 ; A. VIANDIER, *OPA OPE, et autres offres publiques*, op cit. n°2 ; J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE et alii, *Lamy droit du financement*, op cit., n°2229.

⁶³² J.-J. DAIGRE, « L'absence de modification de la situation économique des actionnaires minoritaires est au fondement de certaines dérogations à l'obligation de lancer une offre publique obligatoire », *Bull. Joly Soc.* janv. 2000, p.74 et s., spéc. p.84 ; Adde M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers, aspects juridiques*, op cit., n°58.

⁶³³ L. FAUGÉROLAS, « La protection des minoritaires dans le Titre V du Règlement Général du Conseil des marchés financiers », op cit., n°4 ; « Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA », *préc.*, n°6.

⁶³⁴ V. *supra* n°49.

§1. L'ubiquité de l'exigence de protection

174. Annonce. L'ubiquité de l'exigence de protection des actionnaires non-contrôlaire ressort aussi bien des règles qui s'y rattachent (I) que des références qui y sont faites en jurisprudence (II).

I. La protection dans la réglementation des offres

175. La protection de l'épargne en droit financier. La protection d'une catégorie d'individus ou d'utilisateurs constitue généralement le premier objectif assigné aux autorités chargées de réguler un secteur d'activité⁶³⁵. Le droit financier ne fait pas exception : la protection des actionnaires, et plus spécialement des minoritaires, constitue une des caractéristiques majeures de cette branche du droit⁶³⁶. La protection de l'épargne, qui se confond en partie avec la protection des minoritaires, est ainsi présentée comme le second trait spécifique des marchés financiers, complémentaire à l'exigence de transparence⁶³⁷. Traduisant la volonté d'attirer les investisseurs afin de dynamiser le marché, la protection offerte est exorbitante du droit commun. La réglementation financière dépasse les garanties offertes par le droit des sociétés pour protéger les minoritaires contre les malfaçons inhérentes à la loi majoritaire⁶³⁸.

176. Le rayonnement de l'exigence en droit des offres. Cette volonté de protection, qui anime le droit des marchés financiers, trouve un écho particulier en droit des offres. Dès les premières expressions de cette réglementation, la doctrine observa que c'est à travers elle « que se manifeste le plus clairement la volonté de la COB de protéger non seulement les droits de contrôle des actionnaires minoritaires mais également leurs droits financiers »⁶³⁹. Cela se vérifie encore aujourd'hui. Sur les 110 articles relatifs aux offres publiques qui figurent au sein du titre III du livre II du RG AMF, et après avoir écarté la trentaine de

⁶³⁵ F. CHAMPARNAUD, « Le statut comparé de l'information en droit de la concurrence et en droit boursier : la transparence », *LPA* 21 juill. 1999, n° spéc., p.24 ; H. DELZANGLES, S. MARTIN, « L'évolution des objectifs de la régulation en France », in *Les objectifs de la régulation économique et financière*, (dir.) G. Eckert et J.-P. Kovar, L'Harmattan, 2017, p.107 et s., spéc. p.110-111.

⁶³⁶ J. MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, préf. M. Germain, LGDJ, 2005, p.152 ; A. TEHRANI, *Les investisseurs protégés en droit financier*, *op cit.*, n°10 ; Th. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, *op cit.*, n°457.

⁶³⁷ COB, *Rapport annuel* 1980, p.IX ; Adde A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°844 ; F. PELTIER, *Marchés financiers et Droit commun*, *op cit.*, n°416.

⁶³⁸ C. RUELLAN, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, *op cit.*, n°746 et n°753.

⁶³⁹ N. DECOOPMAN, *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, *op cit.*, p.213.

dispositions techniques et retranché les dispositions relatives à l'exigence de transparence⁶⁴⁰, la totalité des articles restants vise à préserver le sort des actionnaires minoritaires⁶⁴¹, ou à limiter cette protection lorsqu'elle n'apparaît plus justifiée⁶⁴². Devant la quantité de dispositions consacrées à la défense des intérêts minoritaires, il peut paraître surprenant de ne pas voir l'exigence de protection figurer expressément au sein du Règlement général. Cette absence trouve une explication dans l'assimilation parfois opérée entre l'exigence d'égalité et celle de protection, assimilation qui se retrouve dans la lettre même de l'article L.433-1 I du Code monétaire et financier⁶⁴³. À la vérité, c'est afin d'assurer la transparence et la protection des non-contrôleurs que l'AMF est habilitée à fixer les règles relatives aux offres publiques. La directive OPA le confirme. L'exigence de protection des minoritaires est au cœur du dispositif européen. Elle trouve une expression particulière au sein du 9^{ème} considérant, de l'article 3 1^o a), et de l'article 5 dont l'intitulé évoque directement l'idée de « Protection des actionnaires minoritaires »⁶⁴⁴.

177. Illustrations. En droit des offres, l'exigence de protection revêt une résonance particulière. Lorsque l'AMF est amenée à préciser son office, elle souligne que l'examen qu'elle opère en matière de recevabilité d'une offre publique consiste, « en particulier », à vérifier que l'offre « respecte les intérêts des actionnaires minoritaires »⁶⁴⁵. Les nombreux mécanismes qui assurent aujourd'hui cette protection témoignent de l'ubiquité de l'exigence. Si l'inventaire de ces mécanismes a déjà été dressé ailleurs avec une particulière minutie⁶⁴⁶, la mention de certains dispositifs est souhaitable afin de mettre en lumière l'écho particulier de l'exigence dans le contexte des offres.

178. Les offres obligatoires et volontaires. Si les hypothèses d'offres publiques obligatoires ont pour objet même de protéger les minoritaires et constituent l'illustration la plus flagrante de la protection exorbitante offerte par le droit spécial des offres, l'encadrement des offres publiques volontaires poursuit le même objectif. En obligeant tout

⁶⁴⁰ V. *supra* n°109 et s.

⁶⁴¹ Art. 231-6, 231-7, 231-8, 231-9, 231-10, 231-12, 231-13, 231-15, 231-30, 231-38, 231-39, 231-40, 231-41, 232-2, 232-4, 232-5, 232-6, 232-7, 232-8, 232-10, 233-3, 233-5, 234-2, 234-3, 234-5, 234-6, 236-1, 236-5, 236-6, 237-4, 237-6, 237-7, 237-8 et 238-3 RG AMF.

⁶⁴² Art. 231-54, 231-55, 231-56, 232-11, 232-12, 232-13, 233-4, 234-4, 234-7, 234-8, 234-9, 236-3, et 237-1 RG AMF.

⁶⁴³ V. *supra* n°157.

⁶⁴⁴ Évidemment, la directive n'a pas pour seul objet de protéger les intérêts des minoritaires. Elle vise aussi à offrir certaines garanties à l'initiateur d'une offre, à la société visée et à ses employés (Marcus Partner, *The Takeover Bids directive Assessment Report*, 2013, p.129). Mais si d'autres intérêts sont pris en considération, la protection des minoritaires demeure la préoccupation principale (CJUE, C-735/19, 10 déc. 2020, *préc.*, n°86).

⁶⁴⁵ AMF, *Plaquette de présentation*, juin 2006, p.3.

⁶⁴⁶ J.-P. SORTAIS, « Protection des minoritaires : droit boursier », *Rép. soc.*, Dalloz, 2010 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*

prétendant au contrôle d'une société cotée à déposer une offre conforme aux prescriptions du Règlement général, le dispositif protège les minoritaires. L'initiateur d'une offre volontaire peut donc être sanctionné s'il passe outre l'irrecevabilité de son offre et continue à solliciter publiquement les actionnaires d'une société cotée⁶⁴⁷.

179. Les obligations d'informations et l'encadrement de la contrepartie. Les diverses obligations d'informations ayant les actionnaires pour destinataires participent également à assurer la défense de leurs intérêts⁶⁴⁸. Mais si la circulation et la qualité de l'information sont des éléments essentiels à la protection des minoritaires⁶⁴⁹, elles ne sauraient suffire pour autant. S'y ajoutent les nombreuses dispositions relatives à la fixation de la contrepartie de l'offre, comme celles propres au relèvement automatique du prix en cas d'acquisition de titres par l'initiateur⁶⁵⁰, ou à l'obligation de surenchère en cas de contre-offre⁶⁵¹. De même, ce n'est pas le fruit du hasard si le prix d'une offre obligatoire doit en principe être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer une offre⁶⁵². Des études économiques démontrent en effet que les actionnaires d'une société cible utilisent généralement le cours le plus élevé des 52 semaines qui précèdent l'opération comme point de référence pour la négociation, en considérant que le cours de l'action pourrait à nouveau atteindre ce niveau⁶⁵³. L'imposer comme prix plancher permet alors d'offrir une garantie importante aux actionnaires.

180. Le caractère universel des offres. Le caractère universel des offres publiques constitue une autre traduction primaire de l'impératif de protection. En vertu du Règlement général, toute offre publique doit en principe viser la totalité des titres de capital et donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée⁶⁵⁴. La règle assure ainsi que chaque titulaire de titres dispose d'une porte de sortie alternative à celle offerte par le marché.

181. Le caractère irrévocable des offres. L'obligation faite aux initiateurs de faire garantir la teneur et le caractère irrévocable de leur projet d'offre par un ou plusieurs

⁶⁴⁷ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *Prologue* ; *Rev. Soc.* 2021, p.450, note A. Viandier ; *Rev. Soc.* 2021, p.614, note A.-C. Muller ; *Droit Soc.* août 2021, comm. 107, note O. De Baillencourt ; *Bull. Joly. Bourse* sept. 2021, p.34, note N. Rontchevsky.

⁶⁴⁸ Sur les liens entre protection et transparence, v. *supra* n°99 et n°100.

⁶⁴⁹ N.-M. BARDY, « La COB et le droit des minoritaires », *préc.*, p.9.

⁶⁵⁰ Art. 231-39 I RG AMF.

⁶⁵¹ Art. 232-7 RG AMF.

⁶⁵² Art. 234-6 RG AMF.

⁶⁵³ M. BAKER, X. PAN, J. WURGLER, "The effect of reference point prices on mergers and acquisitions", *J. Fin. Eco.* 2012, vol.106, p.46.

⁶⁵⁴ Art. 231-6 RG AMF.

établissements présentateurs poursuit la même volonté de protection⁶⁵⁵. Loin d'être anodine, la règle vise avant tout à protéger les actionnaires en les mettant à l'abri d'une défaillance de l'initiateur⁶⁵⁶. De la même façon, l'irrévocabilité de principe de l'offre déposée s'explique en premier lieu par la volonté de protéger les espérances légitimes des minoritaires⁶⁵⁷. Cela justifie d'ailleurs que le dépôt d'une offre concurrente permette au premier offrant de révoquer son offre, cette révocation ne pouvant léser les actionnaires qui, du fait de la nouvelle offre, bénéficient toujours d'une porte de sortie⁶⁵⁸.

La protection des minoritaires transcende un grand nombre de dispositions. Le fait que l'autorité de régulation et les juges nationaux et européens s'y réfèrent régulièrement accentue encore le rayonnement de l'exigence.

II. La protection dans le contentieux des offres

182. La protection dans les décisions de l'autorité de marché. Si l'autorité rappelle parfois que plusieurs dispositions de son Règlement général sont inspirées par la volonté de protéger les intérêts minoritaires⁶⁵⁹, l'importance accordée à cette exigence ressort particulièrement à l'occasion des contentieux entourant les offres publiques. Comme avec le principe de transparence, les autorités chargées de garantir le bon déroulement des offres font régulièrement référence à l'impératif de protection pour mettre en lumière la finalité poursuivie par certains mécanismes ou pour remarquer la gravité particulière d'un manquement.

183. Protection et *ratio legis* des offres de retrait. Dans son rapport annuel de 1988, la COB remarquait déjà que la finalité des offres de retrait était « d'assurer une protection plus complète de l'épargne publique »⁶⁶⁰. La formule fut précisée dans un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 7 novembre 1990 qui releva que « l'offre publique de retrait a pour objet de renforcer les droits des actionnaires minoritaires, notamment dans l'hypothèse où un ou

⁶⁵⁵ Art. 231-13 RG AMF.

⁶⁵⁶ P. BÉZARD, *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.64 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1085.

⁶⁵⁷ Art. 232-11 RG AMF.

⁶⁵⁸ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1825.

⁶⁵⁹ Ainsi de l'obligation de couverture du prestataire de services d'investissement (Com. Sanct., SAN-2011-10, 5 mai 2011, *B Capital*, p.6), des ratios réglementaires applicables aux OPCVM (Com. Sanct., SAN-2011-16, 7 oct. 2011, *SGAM AI*, p.6), de l'agrément délivré par l'AMF aux PSI (Com. Sanct., SAN-2012-15, 21 sept. 2012, *M. B et Société X*, p.10) et des obligations imposées aux conseillers en investissements financiers (Com. Sanct., SAN-2019-06, 20 mai 2019 *Hedios Patrimoine*, n°26).

⁶⁶⁰ COB, *Rapport annuel 1988*, p.89.

plusieurs actionnaires majoritaires viendraient à détenir au moins 95 % des droits de vote dans une société cotée, rendant ainsi le marché du titre extrêmement étroit »⁶⁶¹. La cour d'appel généralisa son propos une année plus tard en soulignant que toute offre de retrait constituait une « procédure boursière précisément destinée à protéger [les] droits d'actionnaires minoritaires dans une société cotée contre certaines décisions prises par ceux qui la contrôlent »⁶⁶². S'il est désormais rare que la jurisprudence opère ces précisions, certainement parce que l'objectif des offres de retrait a fini par intégrer le champ de l'évidence, la finalité particulière que poursuivent ces procédures est occasionnellement rappelée par les juridictions judiciaires⁶⁶³.

184. Protection et *ratio legis* des offres d'achat et d'échange. Le même objectif de protection a pu être relevé à propos des offres publiques d'achat et d'échange. Il arrive ainsi à l'AMF d'observer que les règles établies par son Règlement général ne visent pas à empêcher les prises de contrôle, mais à les organiser « au mieux des intérêts du marché et, notamment, de la protection des actionnaires minoritaires »⁶⁶⁴. La Cour d'appel de Paris opéra la même précision à propos de l'obligation de déposer une offre en cas de prise de contrôle indirecte d'une société cotée. Précisant le champ d'application de l'offre en cas de prise de contrôle par ricochet⁶⁶⁵, les juges énoncèrent que ces règles avaient « pour seul objet de permettre aux actionnaires minoritaires d'une société cotée dont le contrôle est pris indirectement d'être désintéressés dans les mêmes conditions que dans les hypothèses où le contrôle est pris directement »⁶⁶⁶.

185. Protection et *ratio legis* de la directive OPA. Les décisions rendues par la CJUE témoignent aussi de l'importance attachée à la protection des minoritaires poursuivie par la directive OPA. Après avoir relevé que plusieurs dispositions de la directive poursuivaient « l'objectif de protection des détenteurs de titres de la société faisant l'objet d'une OPA, et notamment des actionnaires minoritaires »⁶⁶⁷, les juges de l'Union soulignèrent plus

⁶⁶¹ CA Paris, 7 nov. 1990, *Champy* ; *Bull. Joly Soc.* janv. 1991, p.62, note P. Le Cannu.

⁶⁶² CA Paris, 20 nov. 1991, *préc.*

⁶⁶³ Cass. Com., n°94-13.708, 6 mai 1996, *préc.* ; CA Paris, 4 nov. 2003, *préc.*

⁶⁶⁴ AMF, déc. n°207C1202, 26 juin 2007, *Eiffage* ; *Rev. dr. banc. fin* sept. 2007, comm. 203, obs. J.-F. Biard.

⁶⁶⁵ Cette hypothèse d'offre, anciennement prévue à l'art. 5-3-7 du Règl. COB, est dorénavant intégrée aux art. L.433-3 du Code mon. fin. et 234-2 du RG AMF via la notion de détention indirecte.

⁶⁶⁶ CA Paris, 13 janv. 1998, *Technecomp Holding International* ; *Rev. Soc.* 1998, p.572, note P. Le Cannu ; *Rev. dr. banc. bourse* mars-avr. 1998, p.64, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *LPA* 18 janv. 1999, p.10, note A. Tenenbaum ; *JCP E* 19 sept. 1999, p.1431, chron. J.-J. Daigre.

⁶⁶⁷ CJUE, C-206/16, 20 juill. 2017, *Marco Tronchetti Provera SpA et alii.*, n°45 ; concl. N. Whals, 15 mars 2017 ; *Europe* oct. 2017, comm. 358, note E. Daniel.

directement encore que « l'objectif principal de la directive 2004/25 est de protéger les actionnaires minoritaires d'une société cible d'une OPA »⁶⁶⁸.

186. Protection et gravité du manquement à une règle. Au-delà des hypothèses où l'impératif de protection fait figure de notion source, il arrive également que la Commission des sanctions y fasse référence afin de souligner la gravité d'un manquement commis dans le contexte d'une offre ou en dehors de celle-ci⁶⁶⁹. Cette pratique met en lumière l'importance particulière qui s'attache aux règles qui traduisent l'impératif de protection. Dans une décision du 17 décembre 2009, la Commission des sanctions a ainsi considéré comme particulièrement graves les manquements commis en période d'offre et qui, par leurs répercussions, portaient atteinte aux minoritaires. Elle estima que la non-déclaration de plusieurs transactions comme le caractère erroné des informations données quant aux nombres de titres détenus et acquis par les initiateurs d'une offre publique simplifiée, graves en eux-mêmes, revêtaient une importance particulière dans la mesure où, commis en période d'offre, « ils ont pu affecter la protection des droits des actionnaires minoritaires et, notamment fausser la perception que le marché pouvait avoir du caractère aléatoire ou non de la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire »⁶⁷⁰.

§2. La longévité de l'exigence de protection

187. Lien historique entre protection et marché. Comme l'exigence de transparence, celle de protection des minoritaires, et plus généralement de la partie faible, est intrinsèquement liée à l'idée de marché. Dans l'Ancien Droit déjà, si la libre fixation du prix faisait indiscutablement figure de principe, le marché fixait la protection du pauvre en butoir de cette liberté⁶⁷¹. La protection des intérêts minoritaires a connu un essor important au début des années trente avec la financiarisation de l'économie⁶⁷². À cette date, un tournant s'opère.

⁶⁶⁸ CJUE, C-735/19, 10 déc. 2020, *préc.*, n°86.

⁶⁶⁹ Pour des illustrations hors du contexte d'une offre v. Com. Sanct., SAN-2004-04, 22 avr. 2004 *Société X, MM. A et B*, p.4 ; SAN-2012-11, 19 juill. 2012, *M. D, Mme A, Société Z, MM. B et C et Cabinets X et Y*, p.12 ; SAN-2014-06, 12 mai 2014, *Société Turgot Asset Management*, p.13 ; SAN-2014-16, 22 juill. 2014, *sociétés Safetic, HSBC France, X et Arkeon Finance et MM. D et E*, p.26 ; SAN-2015-05, 10 mars 2015, *Société Héraclès*, p.15 ; SAN-2015-06, 17 mars 2015, *Société Bernheim Dreyfus & Co SAS, MM. A, B, D et Mme C*, p.21.

⁶⁷⁰ Com. Sanct., SAN-2010-07, 17 déc. 2009, *Sociétés X et Y et M. A*, p.9 ; conf. par CA Paris, n°2010/04500, 28 oct. 2010, *préc.*

⁶⁷¹ L. DEPAMBOUR-TARRIDE, « Quelques remarques sur les juristes français et l'idée de marché dans l'histoire », *APD* 1995, p.264 et s., *spéc.* p.279 et p.285.

⁶⁷² H. AUBRY, N. SAUPHANOR-BROUILLAUD, « La protection de l'investisseur par les législations spéciales : quels critères ? », *Rev. dr. banc. fin.* nov. 2010, ét. 33, n°1.

Le premier objectif assigné au droit boursier est désormais de protéger l'épargne et les petits actionnaires⁶⁷³.

188. L'exigence de protection dans la réglementation des années 1970. Animée par le souci d'offrir une protection complète à l'épargne investie en valeurs mobilières, l'autorité de régulation a milité dès sa création pour l'adoption de règles respectueuses des intérêts minoritaires. Dans le domaine spécifique des offres, la COB est intervenue « à de nombreuses reprises », et avant même que des dispositions législatives ou réglementaires ne lui en donnent la compétence, pour sauvegarder les intérêts des actionnaires minoritaires⁶⁷⁴. Ainsi, et bien que l'exigence de protection n'ait pas toujours été placée au frontispice des décisions générales de la COB, nombre d'auteurs ont souligné le rôle central assigné à cette exigence dans les premiers textes relatifs aux offres⁶⁷⁵.

189. L'exigence de protection dans la réglementation des années 1980. Le lien entre la réglementation des offres et l'idée de protection ne s'est pas distendu avec le temps. De la fin des années 1970 jusqu'à la veille de la promulgation de la loi du 2 août 1989, la protection des minoritaires est demeurée le dénominateur commun des règles régissant les offres⁶⁷⁶. Loin de bousculer cette relation, la loi du 2 août 1989 la confirma et fit de la protection des minoritaires sa préoccupation première⁶⁷⁷. Le label de la loi, « *Sécurité et transparence* », constituait en lui-même un programme de protection⁶⁷⁸.

190. L'exigence de protection dans la réglementation depuis les années 1990. Les différentes réformes opérées depuis n'ont pas fait varier cet état des choses, chacune rappelant en creux que c'est la protection des minoritaires qui guide l'œuvre législative⁶⁷⁹. Les réformes successives ont augmenté les garanties offertes aux actionnaires minoritaires et

⁶⁷³ J. FOYER, « Discours sur la réforme du code des sociétés commerciales », *Le Monde* 28 juill. 1966, p.14 ; *Adde COB, Rapport annuel 1968*, p.33.

⁶⁷⁴ COB, *Rapport annuel 1972*, p.154.

⁶⁷⁵ A. CANAC, « La protection des minoritaires lors des prises de contrôle des sociétés », *préc.*, p.36 ; J. DONNEDIEU De VABRES, « La protection des actionnaires en cas de prise de contrôle par acquisition de titres », *Banque* 1975, p.629 ; C. GAVALDA, « La réglementation de la cession de blocs de titres donnant le contrôle de société dont les actions sont cotées ou placées au hors cote : un essai de moralisation du processus concentrationniste français », *Rev. Soc.* 1977, p.395, *spéc.* n°3 ; P. BÉZARD, Y. CHAPUT, « La COB et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de société », *préc.*, p.491 ; N.-M. BARDY, « La COB et le droit des minoritaires », *préc.*, p.9.

⁶⁷⁶ J. RAFFEGEAU, « La sécurité de l'investisseur » in *O.P.A, Stratégies, enjeux financiers et industriels.*, *op cit.*, p.292.

⁶⁷⁷ E. DAILLY, *Rapport Sénat* n°340, 1989, p.14 ; A. COURET, « Cession des sociétés cotées et protection des minoritaires », *préc.*, p.366 ; Th. FORSCHACH, « L'offre publique obligatoire », *Rev. dr. banc. bourse* sept.-oct. 1990, p.179 et s., *spéc.* p.180.

⁶⁷⁸ A. COURET, « Cession des sociétés cotées et protection des minoritaires », *préc.*, p.366.

⁶⁷⁹ V. en ce sens M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain*, *op cit.*, n°310.

réaffirmé l'attachement de la réglementation à la défense des intérêts minoritaires, défense qui continue à être vue comme fondamentale par l'autorité de marché⁶⁸⁰.

191. Conclusion de Section. L'ubiquité de l'exigence de protection des minoritaires ressort aussi bien des règles qui encadrent le déroulement des offres que de la pratique contentieuse. L'ancrage historique de l'exigence contribue encore à renforcer sa force de rayonnement. Dès lors, si c'est « l'égalité de traitement des actionnaires »⁶⁸¹ que l'autorité de marché est formellement chargée d'assurer, il ne faut pas s'y tromper. Derrière le masque de l'égalité, c'est l'idée de protection qui se trouve dissimulée⁶⁸². L'exigence de protection semble dès lors revêtir tous les traits d'un principe directeur des offres. Il ne reste qu'à vérifier son caractère juridique.

Section 2. Le caractère juridique de l'exigence de protection

192. Annonce. Il arrive que la nature juridique de l'exigence de protection des minoritaires soit mise en doute⁶⁸³. Si cette position peut être entendue en ce que le caractère juridique de l'exigence n'apparaît pas forcément avec la force de l'évidence, elle ne peut toutefois être partagée. En effet, si l'exigence de protection est dotée d'une invocabilité limitée (§1), elle n'est pas pour autant étrangère au monde juridique (§2).

§1. L'invocabilité de l'exigence de protection

193. Annonce. L'étude approfondie des différentes décisions qui se réfèrent à l'impératif de protection démontre qu'il n'est mobilisé qu'à titre accessoire. L'exigence de protection n'est pas directement applicable au contentieux (I). Pour produire effet, elle doit être concrétisée dans une norme spéciale d'application (II).

⁶⁸⁰ Dans son discours pour l'année 2012, le Président de l'AMF soulignait que l'objectif de protection de l'épargne, mission fondamentale de l'AMF, consistait, dans le contexte des offres publiques, à protéger les actionnaires minoritaires (AMF, *Rapport annuel* 2011, p.4).

⁶⁸¹ Art. L.433-1 Code mon. fin.

⁶⁸² Sur la confusion entre les deux notions, v. *supra* n°149 et s.

⁶⁸³ Elle a pu être présentée comme « un objectif et une notion sans contenu juridique » (A. VIANDIER, « Retrait obligatoire : à propos de l'affaire Sogenal », *préc.*, n°21).

I. Le défaut d'effet direct de l'exigence

194. L'absence d'effet direct de la protection. L'observation est identique à celle précédemment formulée à l'égard du principe directeur de transparence. Qu'il s'agisse des décisions de recevabilité, des décisions de sanction ou des arrêts rendus par les juridictions judiciaires, le constat est sans appel : l'exigence de protection n'a jamais constitué l'assise directe d'une solution rendue dans le contexte d'une offre. Les renvois à la protection opérés en jurisprudence visent à rappeler l'origine de la règle mobilisée pour résoudre la situation litigieuse⁶⁸⁴. Si l'exigence de protection est mentionnée, elle n'est pas employée comme instrument normatif, mais comme *ratio legis* de la règle en cause. Il en est de même lorsque l'idée de protection est mobilisée afin d'appuyer la gravité d'un manquement ou de justifier le montant d'une amende⁶⁸⁵. L'exigence permet de souligner l'importance qu'accorde l'autorité à la défense des intérêts minoritaires, mais on ne saurait y voir plus qu'une figure argumentative.

195. Une exigence ignorée lorsqu'elle est invoquée par le justiciable. L'absence d'effet direct de l'exigence de protection ressort également de l'ignorance dont témoignent les autorités à son égard lorsqu'elle est invoquée à l'appui d'une demande en justice. Dans plusieurs affaires, des justiciables tentèrent de mobiliser l'exigence de protection pour peser sur l'issue d'un litige. Aucune de ces tentatives ne fut couronnée de succès, les autorités ayant à chaque fois fait fi de l'argument avancé.

À l'occasion d'une décision AMF du 22 avril 2009, plusieurs minoritaires contestaient le prix d'une offre au motif qu'il s'avérait inférieur au prix le plus élevé payé par l'initiateur au cours des douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer l'offre⁶⁸⁶. Les minoritaires estimaient l'offre contraire au « principe de protection des minoritaires et de l'effectivité de la règle du prix le plus élevé ». La réponse de l'AMF fit abstraction de l'argument invoqué. Sans examiner l'éventuelle violation du principe de protection, l'autorité déclara l'offre conforme.

Dans l'affaire Hermès, certains actionnaires s'élevèrent contre la dérogation au dépôt d'une offre publique accordée au concert familial d'Hermès. Pour donner du poids à leurs arguments, ils avancèrent que la restructuration envisagée par la famille Hermès portait atteinte à plusieurs principes des offres. Les minoritaires soutenaient ainsi que l'opération

⁶⁸⁴ V. *supra* n°183, n°184 et n°185.

⁶⁸⁵ V. *supra* n°186.

⁶⁸⁶ AMF, déc. n°209C0559, 22 avr. 2009, *Gecimed*.

envisagée violait le « principe de protection des actionnaires minoritaires [...] sous-jacent à l'obligation de déposer une offre publique »⁶⁸⁷. La Cour d'appel de Paris rejeta l'ensemble des arguments avancés. Mais si les juges prirent le soin de justifier l'absence d'atteinte aux principes d'égalité, d'intégrité et de loyauté, ils n'examinèrent pas l'éventuelle violation du principe de protection invoqué par les minoritaires.

Si cette ignorance peut sembler inconsciente, les décisions qui vont suivre révèlent qu'il n'en est rien et que l'exigence de protection ne peut être invoquée pour fonder directement la solution d'un litige. Pour s'en convaincre, il faut revenir sur l'idée selon laquelle le principe de protection des minoritaires, parfois dénommé « principe d'égalité absolue », constituerait le fondement juridique direct du caractère universel des offres et de leur caractère obligatoire⁶⁸⁸. Suivant cette position, l'exigence de protection serait susceptible de produire des conséquences immédiates au contentieux. Cette thèse, qui semble être le fruit d'un raccourci trompeur, a reçu deux désaveux judiciaires.

196. L'exigence de protection et l'obligation de déposer une offre. Dès la fin des années 1980, L'affaire Société Générale d'Entreprise (« SGE ») démontra que l'exigence de protection était à elle seule incapable d'imposer le dépôt d'une offre à un actionnaire. Le contentieux à l'origine de l'affaire débuta lorsque la Société Compagnie Générale (« SCG »), souhaitant transférer à Saint-Gobain (« CSG ») le contrôle de SGE, tenta de soustraire la cession du contrôle à la réglementation des offres. Pour ce faire, la SCG avait, dans un premier temps, consenti une option de vente d'un certain nombre d'actions SGE à la société CSG. Si le pourcentage représenté par ces actions était inférieur au seuil du tiers du capital et des droits de vote de SGE, l'option de vente stipulait toutefois que l'actuel actionnaire de contrôle de la société s'engageait à ne pas s'opposer à ce que le cessionnaire puisse, à la suite d'une augmentation de capital à laquelle le cédant s'interdisait de souscrire, devenir l'actionnaire majoritaire de la SGE. Ne tardant pas à exercer l'option ouverte, Saint-Gobain se hissa en seconde position dans le capital de la cible et prit ensuite la première place en souscrivant à l'augmentation de capital promise, portant ainsi, dans un second temps seulement, sa participation à plus de 38 % du capital. Les actionnaires de SGE, loin de se laisser abuser par le morcellement des opérations, prirent acte du transfert du contrôle de leur société et revendiquèrent l'application des articles 201 à 206 de l'ancien Règlement général

⁶⁸⁷ CA Paris, n°2011/00690, 15 sept. 2011, *ADAM c/ SARL Émile Hermès* ; D.2011, p.2973, note A. Gaudemet ; *RTDF* 2011/4, p.105, note C. Maison-Blanche ; *ibid*, p.118, note F. Martin Laprade ; *RTDF* 2012/1, p.81, note D. Martin, B. Kanovitch et G. Giuliani ; *Bull. Joly Soc.* nov. 2011, p.882, note D. Schmidt ; *Rev. Soc.* 2011, p.692, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Bourse* déc. 2011, p.661, note S. Torck ; *JCP E* janv. 2012, 1044, note M. Pujos ; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2012, p.41, note H. Le Nabasque ; *LPA* 18 janv. 2012, p.7, note D. Bompont.

⁶⁸⁸ En ce sens v. J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme*, *op cit.*, n°631 et s. ; Th. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, *op cit.*, n°747-1.

de la Compagnie des agents de change. En vertu de ces dispositions, toute personne physique ou morale qui envisageait d'acquérir une quantité de titres susceptibles de lui donner le contrôle de la société émettrice devait procéder au dépôt d'une offre publique⁶⁸⁹, ou obtenir l'autorisation de déposer une garantie de cours⁶⁹⁰. La COB considéra que malgré le découpage de l'opération, la réglementation des offres trouvait à s'appliquer, peu important d'ailleurs que l'acquisition du bloc ait été faite hors bourse, puisque sa décision générale du 27 février 1973, inspirée par l'exigence de protection des minoritaires, étendait la procédure d'offre aux opérations hors cote. Le raisonnement ne parvint toutefois à convaincre ni le Tribunal de grande instance de Paris⁶⁹¹, ni la cour d'appel⁶⁹², ni la Cour de cassation⁶⁹³. Pour rejeter le pourvoi des minoritaires, la Cour de cassation releva que le cédant du contrôle, la SCG, demeurait principal actionnaire après la levée de l'option d'achat, de sorte que la première opération effectuée n'avait pas eu pour effet de transférer le contrôle de la SGE. La Haute juridiction ajouta ensuite, et c'est là le principal intérêt de l'arrêt, qu'« aucune disposition de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales n'imposa[it] à l'acquéreur du contrôle d'une société par l'une des techniques prévues par ce texte, en particulier une augmentation de capital, d'acquérir les titres des actionnaires qui le demandent, et que la décision de la COB en date du 27 février 1973, en vigueur à l'époque des faits, n'y pouvait déroger ». Entre les lignes, la Cour de cassation se prononça ici sur la capacité normative de la COB⁶⁹⁴. La Cour releva que la décision générale de la COB, bien que motivée par la protection des minoritaires, ne pouvait obliger l'acquéreur du contrôle d'une société à déposer une offre publique non prévue par une disposition légale. Faute de fondement législatif, la pratique de l'autorité était donc dépourvue de force contraignante⁶⁹⁵.

⁶⁸⁹ Art. 203 anc. Règl. Compagnie des Agents de change tel que modifié par l'arr. du 8 août 1973 *portant homologation du règlement général de la Compagnie des agents de change*, JO 24 août, p.9175.

⁶⁹⁰ Art. 205 anc. Règl. Compagnie des Agents de change.

⁶⁹¹ TGI Paris, 20 janv. 1988, D.1988, p.431, note M. Contamine Raynaud ; *JCP E* 1988, II, 15177, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain ; *RTD Com.* 1989, p.79, obs. Y. Reinhard. Le tribunal reconnut l'applicabilité de la réglementation au cas d'espèce mais considéra toutefois que l'existence de deux opérations distinctes faisait obstacle à la mise en œuvre d'une garantie de cours. D'après les juges, la promesse de vente, parce qu'elle ne conférerait pas à Saint Gobain le contrôle de la société cible, ne pouvait relever de la réglementation des prises de contrôle. L'augmentation de capital quant à elle, parce qu'elle ne constituait pas une cession de titres, ne pouvait se voir appliquer les articles 201 et s. du Règlement des agents de change.

⁶⁹² CA Paris, 17 mai 1989, *Moyon et autres c/ Saint Gobains* ; *Bull. Joly Soc.* 1989, p.807, obs. M. Jeantin. La cour d'appel confirma le jugement de première instance mais opta pour une toute autre motivation. Cherchant à appliquer l'esprit de la réglementation plus que sa lettre, la cour d'appel se demanda « s'il n'y avait pas eu, en l'espèce, des opérations concomitantes ou liées à la cession litigieuse ayant pour but ou pour effet de réaliser au profit de la CSG la prise de contrôle de la SGE » avant de conclure que tel n'avait pas été le cas en l'espèce.

⁶⁹³ Cass. Com., n°89-19739, 17 déc. 1991 ; D.1992, p.204, concl. Jéol ; *Rev. Soc.* 1992, p.309, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly* 1992, p.179, note J.-J. Barbiéri ; *JCP E* 1992, II, 262, note A. Viandier ; *RTD Com.* 1992, p.642, obs. Y. Reinhard.

⁶⁹⁴ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°1548.

⁶⁹⁵ Pour une affirmation directement en ce sens v. CA Paris, 25 juin 1998, *Société fermière du Casino Municipal de Cannes* ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1998, p.834, note A. Couret ; *Rev. Soc.* 1999, p.144, note F. Bucher.

C'était reconnaître là que l'impératif de protection était à lui seul incapable d'imposer le dépôt d'une offre.

197. Sur ce terrain, la position européenne est identique à celle du droit français. La CJUE estime aussi que l'exigence de protection ne peut, à elle seule, obliger l'acquéreur du contrôle d'une société à déposer une offre publique. C'est en ce sens que doit être compris l'arrêt *Audiolux* du 15 octobre 2009⁶⁹⁶. Sollicitée à la suite d'une question préjudicielle, la Cour de justice était interrogée sur l'existence éventuelle et, le cas échéant, les effets dans le temps, d'un principe communautaire d'égalité parfaite entre les actionnaires en vertu duquel « les actionnaires minoritaires [seraient] protégés par l'obligation de l'actionnaire dominant acquérant ou exerçant le contrôle d'une société d'offrir à ceux-ci de racheter leurs actions aux mêmes conditions que celles convenues lors de l'acquisition d'une participation dans cette société conférant ou renforçant le contrôle de l'actionnaire dominant »⁶⁹⁷. Relevons-le sans tarder, l'interrogation ne portait pas tant sur la réalité d'un principe d'égalité, dont l'existence avait déjà été confirmée par la jurisprudence européenne⁶⁹⁸, mais plutôt sur l'existence et les effets d'un principe général de protection des actionnaires minoritaires.

Après avoir rappelé les différentes occurrences de la notion d'égalité de traitement au sein de la réglementation européenne⁶⁹⁹, la Cour de justice affirma que les manifestations particulières de la notion ne donnaient pas d'indications concluantes sur « l'existence d'un principe général d'égalité de traitement des actionnaires minoritaires »⁷⁰⁰. S'agissant de la directive OPA, la Cour remarqua que ses dispositions s'appliquaient à des situations spécifiques, de sorte qu'il ne pouvait en être déduit un principe général d'un contenu déterminé⁷⁰¹. Elle estima en conséquence qu'il n'existait aucun principe qui, en lui-même, protégeait les minoritaires en obligeant l'actionnaire acquérant le contrôle d'offrir à ces derniers de racheter leurs actions aux mêmes conditions que celles convenues lors de l'acquisition des titres conférant le contrôle⁷⁰². Elle refusa en conséquence d'attribuer un effet direct à l'exigence de protection.

⁶⁹⁶ CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *Audiolux* ; D.2009, p.2612 ; *Rev. Soc.* 2010, p.45, note G. Parleani ; *RTD eur.* 2010, p.113, chron. L. Coutron ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2010, p.371, note J.-M. Moulin ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2010, p.34, note D. Schmidt.

⁶⁹⁷ CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *préc.*, n°32.

⁶⁹⁸ CJUE, C-127/07, 16 déc. 2008, *préc.*, n°23 et s. *Adde* CJCE, C-106/83, 13 déc. 1984, *Sermide*, n°28 ; C-133/93, C-300/93 et C-362/93, 5 oct. 1994, *Crispoltoni e.a.*, n°50-51 ; CJCE, C-313/04, 11 juill. 2006, *Franz Egenberger*, n°33.

⁶⁹⁹ CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *préc.*, n°34 et s.

⁷⁰⁰ CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *préc.*, n°43 et n°52.

⁷⁰¹ CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *préc.*, n°50.

⁷⁰² CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *préc.*, n°57 et n°64.

198. L'exigence de protection et le caractère universel des offres. L'absence d'effet direct de l'exigence de protection ressort également de son incapacité à imposer, sans texte, le caractère universel des offres. En effet, à elle seule, l'exigence ne peut forcer un initiateur à déposer une offre sur la totalité du capital de la société visée. Il faut remonter au début des années 1990 pour s'en convaincre. Jusqu'en 1992, et alors même que la garantie de cours obligeait l'actionnaire qui venait à franchir le seuil de 50 % du capital ou des droits de vote d'une société à proposer le rachat de la totalité du capital de la société concernée, l'offre obligatoire permettait à l'initiateur qui franchissait le seuil du tiers de limiter son offre aux deux tiers du capital ou des droits de vote. Pour éviter que l'acquisition du contrôle d'une cible ait un coût trop important, il suffisait alors d'acquérir un bloc de contrôle tout en s'arrangeant pour que celui-ci ne fasse pas atteindre à son titulaire le seuil fatidique de 50 % du capital ou des droits de vote. Conscients de l'économie non négligeable offerte par cette possibilité, certains actionnaires de contrôle eurent recours à des procédés ingénieux afin de demeurer dans le champ commode de l'offre obligatoire⁷⁰³. Ces opérations suscitèrent un large sentiment d'injustice chez les actionnaires non-contrôlares et furent critiquées par la classe politique⁷⁰⁴. La COB tenta alors d'imposer aux opérateurs, qui respectaient pourtant la lettre de la loi, l'obligation d'acquérir la totalité des titres existants⁷⁰⁵. À l'occasion de l'offre publique d'Unichips sur la société Biscuits Gardeil, l'autorité refusa ainsi qu'un initiateur, qui n'avait pas dépassé le seuil de 50 % des droits de vote, mais qui disposait de promesses lui assurant à terme le contrôle majoritaire du capital de la société visée, puisse se contenter de lancer une offre sur les deux tiers du capital⁷⁰⁶.

199. Le contentieux autour de l'offre sur la société Printemps révéla pourtant vite l'absence d'applicabilité directe de l'exigence de protection et son inaptitude à imposer à un initiateur le rachat de la totalité du capital de la cible⁷⁰⁷. Était en cause un accord conclu entre les cédants du contrôle de la société Printemps et le cessionnaire et qui visait à ôter au bloc de titres cédé son caractère de majorité absolue. Au moyen de conversions d'actions au porteur et de diverses transactions, les cédants avaient ainsi fait revenir à 37,31 % le nombre

⁷⁰³ Des actionnaires jouissant, grâce au droit de vote double, de la majorité absolue aux assemblées, ont par exemple pu désigner leurs successeurs en leur cédant, après avoir converti au porteur une partie de leurs titres, un bloc de titres légèrement inférieur à la majorité, fermant ainsi la voie de la garantie de cours (v. l'affaire *Porcher-American standard* relaté dans *Les Échos*, 31 mai 1991, p.29 et 7 juin 1991, p.15).

⁷⁰⁴ E. DAILLY, *Rapport au nom de la Commission des lois*, n°340, Sénat, 1989, p.14, p.27 et p.28 ; P. FLEURIOT, « La réforme des OPA à 100% et ses conséquences, le rôle de la COB », *Bull. mens. COB* mai 1992, n°258, p.12 et s., *spéc.* p.13.

⁷⁰⁵ COB, *Rapport annuel* 1990, p.142.

⁷⁰⁶ P. FLEURIOT, « La réforme des OPA à 100% et ses conséquences, le rôle de la COB », *préc.*, p.14-15.

⁷⁰⁷ CA Paris, 10 mars 1992, *Société Pinault c/ Actionnaires minoritaires d'Au Printemps SA* ; D.1992, IR, p.145 ; *Rev. Soc.* 1992, p.229, note M. Vasseur ; *Bull. Joly Soc.* avr. 1992, p.425, obs. A. Viandier ; *Rev. dr. banc. bourse* mai-juin 1992, p.101, comm. H. Hovasse ; Cass. Com., n°92-14.617, 29 nov. 1994 ; *Bull. Joly Bourse* janv. 1995, p.25, note P. Le Cannu ; *Rev. Soc.* 1995, p.308, note D. Vatel.

de droits de vote attachés aux actions transférées. Le cessionnaire, alors actionnaire de moins de 50 % du capital de la société Printemps, se contenta donc, conformément aux dispositions alors en vigueur, de mettre en œuvre une offre obligatoire et proposa seulement le rachat des deux tiers du capital de la société visée. Le Conseil des bourses déclara l'offre recevable le 4 décembre 1991. Estimant que l'acquisition réalisée après conversion au porteur se trouvait entachée de fraude, plusieurs actionnaires cherchèrent à faire annuler la décision. Soutenus par la COB, ces actionnaires observaient que l'exigence d'égalité, ou plutôt celle de protection des minoritaires, imposait la mise en œuvre d'une offre portant sur la totalité des titres. La Cour de cassation estima pourtant « que le respect de l'égalité des actionnaires n'impos[ait] pas d'autres obligations dérogatoires à la liberté de contracter que celles limitativement prévues par la loi et fixées par le Règlement général du Conseil pour son application »⁷⁰⁸. La Cour de cassation fit ainsi passer un message clair : le principe d'égalité, entendu comme une égalité absolue entre majoritaire et minoritaire, ne saurait produire des effets de droit en dehors du sentier de la loi⁷⁰⁹. L'exigence de protection des minoritaires ne peut, seule, imposer le rachat de la totalité des titres visés par une offre⁷¹⁰.

200. Synthèse. Ces affaires amènent à conclure que malgré son importance et sa force de rayonnement, l'exigence de protection est dépourvue d'effet direct au contentieux. Ce phénomène n'est pas sans explication. Il trouve une justification dans la nécessaire concrétisation de l'exigence. Pour produire effet, la protection doit être incarnée dans une norme d'application.

II. La nécessaire concrétisation de l'exigence

201. La nécessaire concrétisation de la protection. Malgré la fréquence de ses apparitions contentieuses, l'impératif de protection n'a jamais constitué le fondement direct d'une décision de justice. Il constitue seulement un outil à la disposition de l'autorité de marché, outil dont elle use pour rappeler l'origine de sa compétence et la finalité des dispositions qu'elle mobilise. Comme la transparence, la protection n'emporte des conséquences que dans la limite des dispositions qui la mettent en œuvre.

⁷⁰⁸ Cass. Com., n°92-14.617, 29 nov. 1994, *préc.*

⁷⁰⁹ Compris dans son acception relative, le principe d'égalité des actionnaires produit bien des effets extra-légaux, v. *infra* n°465 et s.

⁷¹⁰ Ce constat n'est pas propre au droit français. En l'absence de disposition spéciale, l'autorité belge des marchés financiers ne peut pas non plus se fonder sur le principe d'égalité pour contraindre un actionnaire à racheter l'ensemble des titres non détenus par lui (A. BENOIT-MOURY, « Cerus-de Benedetti contre la société Générale de Belgique – les grandes étapes juridiques d'une saga financière », *Journal des Tribunaux* 26 mars 1988, p.217 ; Y. De CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op cit.*, n°654).

Ainsi, lorsque la Commission des sanctions entend justifier sa capacité à sanctionner un agissement sur le fondement des articles L.621-14 II et L.621-15 du Code monétaire et financier et invoque à ce titre la protection des investisseurs, la sanction prononcée résulte toujours de la violation de dispositions qui concrétisent cette protection⁷¹¹. Ce n'est pas la violation isolée de l'exigence de protection qui fonde la solution rendue, mais la transgression des règles particulières qui la matérialisent, comme celles relatives à l'obligation de déposer une offre en cas de franchissement du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée.

De la même façon, lorsque l'AMF s'oppose à la recevabilité d'une offre au motif de sa contrariété à l'exigence de protection, ce n'est pas la contradiction du projet avec cette exigence qui est directement relevée, mais son incompatibilité avec « les règles de protection des actionnaires et des transactions prévues par la loi [...] ou le Règlement Général »⁷¹². Ce sont les règles traduisant l'exigence et non l'exigence elle-même qui fondent le refus exprimé.

202. Nouvelle clé de lecture des décisions rendues. Par ce nouvel éclairage, il est possible de mieux comprendre les positions jurisprudentielles exposées précédemment. En effet, si les juges ont refusé de recourir à l'exigence de protection pour contraindre des opérateurs à déposer une offre sur la totalité du capital d'une cible, c'est avant tout parce qu'aucune disposition textuelle n'imposait une telle obligation. Incapable de fonder à elle seule un tel commandement, l'exigence doit être traduite au sein d'une règle d'application qui, elle, imposera précisément de viser l'ensemble du capital des sociétés visées. S'il est désormais obligatoire de faire porter l'offre sur 100 % des titres de la société visée, ce n'est pas sur le fondement autonome du principe de protection, mais à la suite de la réforme de 1992 qui a décliné ce principe dans une disposition du Règlement CBV⁷¹³.

La nécessaire concrétisation de l'exigence de protection explique aussi que la COB se soit trouvée dans l'incapacité d'imposer le dépôt d'une offre avant d'y avoir été habilitée par

⁷¹¹ Pour des illustrations dans le cadre d'une offre, v. Com. Sanct., SAN-2013-18, 25 juill. 2013, *Sociétés Verneuil et Associés, Verneuil Participations, Foch Investissements, FD Conseils et Participations*, p.9 ; SAN-2015-11, 2 juin 2015, *Isa Finances*, p.32 ; *Rev. Soc.* 2015, p.608, note A.-C. Muller.

⁷¹² CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *SA CDR Créances* ; *Bull. Joly Bourse* juill. 2000, p.354, obs. B. Descours ; *Rev. Soc.* 2000, p.547, note M. Robineau ; D.2000, AJ 344, obs. P. Boizard ; D.2000, p.643, note A. Couret ; *Rev. dr. banc. fin.* juill.-août 2000, p.245, obs. M.-A. Frison-Roche et M. Germain ; *JCP E* 2000, n° 41, p.1616, note A. Viandier ; *JCP E* janv. 2001, p.28, obs. J.-J. Daigre ; *RTD Com.* 2000, p.978, obs. N. Rontchevsky ; *Banque et Droit* mars-avr. 2001, p.35, obs. H. De Vauplane et J.-J. Daigre.

⁷¹³ D. SCHMIDT, C. BAJ, « De l'ancien au nouveau règlement général du CBV », *Rev. dr. banc. bourse* juin-juill. 1992, p.137 ; P. FLEURIOT, « La réforme des OPA à 100% et ses conséquences, le rôle de la COB », *préc.* ; Th. BONNEAU « La réforme des offres publiques d'acquisition », *Bull. Joly Soc.* juin 1992, p.599 ; H. HOVASSE, « La réforme des offres publiques d'acquisition », *Dr. Soc.* juill. 1992, p.1.

le législateur à l'occasion de la loi du 2 août 1989. Si l'autorité disposait d'un certain nombre de moyens de pression, comme son pouvoir d'enquête, la possibilité de médiatiser les opérations ou de demander la suspension des cotations, elle ne pouvait toutefois contraindre qui que ce soit à déposer une offre avant que le législateur ne se décide à traduire l'exigence de protection dans les dispositions de la loi⁷¹⁴.

Conséquences de la nécessaire concrétisation de l'exigence. Dépourvue d'effets directs, l'exigence de protection doit être transposée dans une norme intermédiaire pour pouvoir déployer des conséquences au contentieux. Cela a une incidence à deux niveaux. Pour les justiciables, le besoin de concrétisation de l'exigence fait obstacle à son invocabilité directe. Devant les autorités, aucun « droit à » la protection n'existe donc⁷¹⁵. Pour l'autorité de contrôle, l'absence d'effet direct de la protection interdit son utilisation pour fonder une décision de non-conformité ou de sanction.

§2. La juridicité de l'exigence de protection

203. Annonce. Le défaut d'effet direct de l'exigence de protection n'est pas incompatible avec son caractère juridique. Au contraire, le fait que son applicabilité soit conditionnée à sa réception au sein d'une norme intermédiaire révèle sa qualité particulière de norme juridique. Comme la transparence, la protection fait figure de principe-objectif (I). Elle constitue à ce titre une norme dont la méconnaissance est susceptible d'être sanctionnée (II).

I. Un principe-objectif

204. L'objectif de protection. La protection des actionnaires minoritaires est parfois affichée comme l'objectif principal de la réglementation des offres⁷¹⁶. Nullement inconciliable avec son éventuelle qualité de principe directeur⁷¹⁷, le fait que cette exigence soit présentée comme un objectif appelle deux séries de remarques.

⁷¹⁴ N. DECOOPMAN, *La Commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, op cit., p.81 ; A. VIANDIER, « Sécurité et transparence du marché financier (Commentaire des titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989) », *JCP E* 1989, I, 15612, spéc. n°151.

⁷¹⁵ Le silence gardé par les autorités lorsque l'exigence de protection est invoquée en témoigne, v. *supra* n°195.

⁷¹⁶ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers, aspects juridiques*, op cit., n°58-59.

⁷¹⁷ Sur les rapports entre objectif et principe, v. *supra* n°137.

205. Le caractère médiat de l'objectif de protection. Les premières sont propres au caractère intermédiaire de cet objectif. Comme la transparence, la protection des actionnaires minoritaires est finalisée, c'est-à-dire destinée à servir une autre fin. Le fait que la protection ne soit pas recherchée en tant que telle fait peu de doute, d'abord parce que l'idée de protection ne se retrouve que rarement à l'état de nature⁷¹⁸, ensuite parce qu'elle peut paraître contradictoire avec l'idéal de marché⁷¹⁹. Comme le relève Madame Judith Rochfeld : « la protection de la partie faible n'y intervient pas pour elle-même. Elle est instrumentalisée au service d'une finalité autre et se trouve, partant, reléguée au second plan. Elle s'inscrit comme un effet médiat et indirect, collatéral, de la défense d'un autre impératif »⁷²⁰. La fin que sert l'objectif de protection en droit des offres n'est toutefois pas facile à déterminer. Trois positions peuvent être défendues. Elles seront successivement discutées.

206. Un objectif sous-tendu par l'idée de risque ? Il est d'abord possible de considérer que la protection des minoritaires serait délivrée en réponse à des risques supportés par cette catégorie d'actionnaires. Suivant cette position, avancée par les tenants de l'analyse économique du droit, le changement de contrôle emporterait une série de risques d'opportunisme desquels il conviendrait de protéger les parties en présence⁷²¹. Parmi ces risques existerait celui que le contrôle soit cédé à un nouvel acquéreur susceptible de piller l'actif social ou d'adopter une politique contraire aux intérêts des minoritaires⁷²². Cela justifierait alors que la réglementation protège leurs intérêts en imposant que tout changement de contrôle donne lieu à une offre publique qui ouvre une porte de sortie aux actionnaires.

Cette analyse peine toutefois à convaincre. En effet, la cession du contrôle et le changement d'actionnaire majoritaire n'emportent aucun risque réel pour les actionnaires minoritaires. À la vérité, ce n'est pas le changement de contrôle qui se trouve à l'origine des risques allégués, mais les orientations que la société prendra éventuellement dans le futur. Or, ces risques sont purement hypothétiques et sont déjà pris en compte par les offres publiques de retrait⁷²³. L'analyse repose en outre sur le postulat suivant lequel un changement de contrôle

⁷¹⁸ PLATON, *Œuvres complètes*, t.1, La Pléiade, 1950, p.427 : « Or, d'elle-même la nature, au rebours, révèle, je pense, que ce qui est juste, c'est que celui qui vaut plus ait le dessus sur celui qui vaut moins et celui qui a une capacité supérieure, sur celui qui est davantage dépourvu de capacité ».

⁷¹⁹ Selon Hayek, les discriminations positives ne sont pas compatibles avec la neutralité du marché (F. VON HAYEK, *Law, Legislation and Liberty*, t.2, Routledge, 1998, p.131 : « il sera préférable d'accepter la situation actuelle comme le fruit d'un accident, et de s'abstenir de toute mesure visant à bénéficier à des individus ou des groupes particuliers »).

⁷²⁰ J. ROCHFELD, « Du statut du droit contractuel de protection de la partie faible : les interférences du droit des contrats, du droit du marché et des droits de l'homme », in *Études offertes à Geneviève Viney*, LGDJ, 2008, p.835, *spéc.* n°8.

⁷²¹ E. MACKAY, S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 3^e éd., Dalloz, 2021, n°2295 et s.

⁷²² E. MACKAY, S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit, op cit.*, n°2314.

⁷²³ V. *infra* n°270 et s.

constituerait nécessairement un événement négatif pour les actionnaires de la société visée. Il n'y a pourtant aucune raison légitime de présumer que le nouvel actionnaire majoritaire se comportera différemment de son prédécesseur⁷²⁴. Une position diamétralement opposée pourrait être soutenue en considérant la possibilité que le nouveau venu s'avère meilleur gestionnaire que le précédent actionnaire majoritaire. Sous cet angle, le changement de contrôle ne constituerait donc plus un risque, mais une opportunité pour les minoritaires⁷²⁵. Assise sur une prémisse discutable, l'idée de risque ne sera pas retenue pour justifier l'objectif de protection.

207. Un objectif sous-tendu par l'idée de rupture du contrat d'investissement ? Une autre explication est régulièrement avancée pour fonder la protection offerte aux minoritaires. Elle repose sur l'idée d'une rupture du contrat d'investissement⁷²⁶. Ce concept est apparu pour la première fois sous la plume de la COB. Son rapport annuel pour l'année 1988 précisait en effet que « Toute modification importante du pacte social peut affecter la clause du contrat d'investissement par lequel l'actionnaire a adhéré à la société. Afin d'assurer une protection plus complète de l'épargne publique, la Commission incite certaines sociétés concernées par de telles modifications, à organiser en faveur de l'actionnaire minoritaire, une protection spécifique sous la forme d'une faculté de retrait »⁷²⁷. Les obligations de déposer une offre constitueraient ainsi un rempart offert aux actionnaires en cas de rupture du contrat d'investissement, rupture susceptible de se produire en cas de changement de contrôle ou d'opérations susceptibles de modifier les droits des actionnaires⁷²⁸.

⁷²⁴ E. WYMEERSCH, « L'offre publique d'achat obligatoire », *RDAI* 1991, p.625, *spéc.* n°12 ; A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, op cit.*, n°1542.

⁷²⁵ D. SCHMIDT, « Quelques remarques sur le droit des minorités dans les cessions de contrôle », *préc.*, n°9.

⁷²⁶ Faisant écho à cette théorie v. D. SCHMIDT, C. BAJ, « Récentes évolutions de l'action de concert », *Rev. dr. banc. bourse* sept.-oct. 1992, p.184 et s., *spéc.* p.192 ; A. COURET, « Cession des sociétés cotées et protection des minoritaires », *préc.*, p.374 ; J.-F. BIARD, J.-P. MATTOUT, « les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.6 et s. ; C. BAJ, « Le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires des sociétés cotées », *Rev. dr. banc. bourse* juill.-août 1994, p.154 et s., *spéc.* p.154-155 où l'auteur utilise l'expression de « pacte de marché » ; P. DIDIER, « Le consentement sans l'échange, le contrat de société » *préc.*, p.79-80 ; A. COURET, « Le gouvernement d'entreprise », D.1995, p.163 et s., *spéc.* p.165 ; H. HOVASSE, « Cession de contrôle d'une société cotée. OPA obligatoire et garantie de cours. Aff. Pinault Printemps », *Dr. Soc.* janv. 1995, p.17 et s., *spéc.* p.19 ; « OPA. Égalité des actionnaires. Évaluation du prix », *Dr. Soc.* déc. 1995, p.15 et s., *spéc.* p.18 ; M.-A. FRISON-ROCHE, « La prise de contrôle et les intérêts des associés minoritaires », *RJC* 1998, n° spéc., p.94, *spéc.* n°14 ; P.-H. CONAC, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC*, préf. Y. GUYON, LGDJ, 2002, n°202 ; F. PELTIER, *Marchés financiers et Droit commun, op cit.*, n°203 ; C. BAJ, « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage », *préc.*, n°25 et s. ; D. SCHMIDT, « Libres propos sur l'égalité des actionnaires en cas de cession de contrôle », *préc.*, p.38.

⁷²⁷ COB, *Rapport annuel* 1988, p.89-90.

⁷²⁸ Pour une synthèse de cette pensée v. C. BAJ, « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage. L'action de concert dans l'affaire Eiffage : les questions restées dans l'ombre », *Rev. dr. banc. fin.* mai 2008, ét. 11, *spéc.* n°25 à n°27.

Recourir à la notion de contrat d'investissement, dont l'usage dépasse désormais le domaine qui l'a vu naître⁷²⁹, est toutefois discutable. Cela l'est d'abord du fait du flou qui entoure le concept de contrat d'investissement. Les auteurs ayant recours à l'expression le reconnaissent : le contrat d'investissement ne peut être appréhendé que par le biais de l'intuition, son contenu évoluant « dans l'ombre d'une évidence implicite »⁷³⁰. Le flottement autour de l'expression se retrouve lorsque l'on questionne son articulation avec le contrat de société. Pour certains, le contrat d'investissement viendrait s'adjoindre au contrat de société. Pour d'autres, il s'y substituerait. Des auteurs considèrent ainsi que le contrat d'investissement constituerait un contrat implicite, parallèle au contrat de société auquel il s'ajouterait⁷³¹. Un dernier courant estime au contraire que le contrat d'investissement aurait une visée spéculative comme objet principal et remplacerait le contrat de société en liant le propriétaire d'actions et la société⁷³². Ces divergences constituent un premier obstacle à l'emploi du contrat d'investissement comme élément justificatif de la protection offerte aux actionnaires minoritaires.

Si cet obstacle peut être surmonté en précisant le sens exact que l'on entend attacher à l'expression de contrat d'investissement, d'autres sont plus dirimants. Ils tiennent à l'existence et aux conséquences de ce contrat d'investissement. L'existence d'un tel contrat est en effet extrêmement douteuse : sa découverte semble relever de la divination plus que de la volonté des contractants⁷³³. Même à considérer que la volonté de conclure un contrat d'investissement parallèlement ou en lieu et place du contrat de société existe, ce contrat d'investissement ne peut justifier le déclenchement des offres publiques. En effet, il n'est pas possible d'imaginer que les conséquences liées à la rupture de ce contrat puissent peser sur un tiers la convention, à savoir le nouvel actionnaire de contrôle. L'effet relatif des conventions s'y oppose⁷³⁴. Il est en outre possible de se questionner sur les hypothèses couvertes par cette idée de rupture du contrat d'investissement. Faut-il se limiter aux aspects jugés essentiels par les actionnaires non-contrôlaire ? À supposer une réponse positive, il

⁷²⁹ F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie de valeurs mobilières*, préf. L. Lorvellec, LGDJ, 1997, n°314 et s. ; M. BERTREL, « La société, 'contrat d'investissement' ? », *RTD Com.* 2013, p.403.

⁷³⁰ C. BAJ, « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage. L'action de concert dans l'affaire Eiffage : les questions restées dans l'ombre », *préc.*, n°27 ; Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques, op cit.*, n°101.

⁷³¹ P.-H. CONAC, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC*, *op cit.* n° 202.

⁷³² F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie de valeurs mobilières*, *op cit.*, n°315. L'auteur développe une idée tirée de l'ouvrage de M. COZIAN et A. VIANDIER, *Droit des sociétés*, 8^e éd., Litec, 1995, n°1089.

⁷³³ Soulignant l'aspect divinatoire d'un tel contrat v. F-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y Guyon, Economica, 2002, n°405 à n°407.

⁷³⁴ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°1562 ; G. LEKKAS, *L'harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs, Étude comparée des règles en vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique*, *op cit.*, n°784.

resterait à s'accorder sur ce qui est essentiel et ce qui ne l'est pas. Ne faudrait-il pas considérer que les points jugés essentiels pour réaliser un investissement diffèrent dans l'esprit de chacun et qu'il conviendrait en conséquence d'offrir un droit de retrait particulier à chaque investisseur selon sa psychologie propre et le jour de son investissement ? À supposer une réponse négative, il faudrait alors déclencher la protection des minoritaires à chaque modification du contrat d'investissement, aussi infime soit-elle, c'est-à-dire à chaque évolution de l'orientation sociale postérieure à l'investissement d'un actionnaire⁷³⁵. On le voit, de telles positions ne sont ni tenables ni conformes au droit positif, qui n'impose le dépôt d'une offre que dans des hypothèses particulières et délimitées par les textes⁷³⁶.

208. Un objectif sous-tendu par l'idée de confiance. Malgré les efforts déployés pour justifier la protection par le biais du contrat d'investissement, il semblerait que la justification réside dans une cause plus politique que juridique. La protection semble plutôt s'expliquer par la volonté d'instaurer une plus grande confiance dans le marché financier afin d'accroître son attractivité et le dynamisme de la place financière⁷³⁷. Les données de certaines études confirment d'ailleurs la relation positive entre la protection des minoritaires, le développement des marchés des capitaux et le financement des entreprises⁷³⁸. À l'image de la transparence, la protection des droits des actionnaires ne constituerait ainsi qu'un objectif intermédiaire, le but dernier étant l'extension de l'actionnariat et du marché⁷³⁹.

Portée par ce nouvel éclairage, on s'explique mieux pourquoi la protection des minoritaires a toujours été poursuivie par la réglementation des offres. La raison d'être de la COB n'était autre que de relancer le marché boursier afin de diriger l'épargne des particuliers vers des placements en valeurs mobilières⁷⁴⁰. Sa création et l'élaboration subséquente d'un cadre juridique relatif aux prises de contrôle visaient à remédier aux abus du passé et au

⁷³⁵ P. DIDIER, « Le consentement sans l'échange, le contrat de société », *préc.*, p.79.

⁷³⁶ Pour contourner cette difficulté, certains auteurs ont relevé que les hypothèses susceptibles d'aboutir à la rupture du contrat d'investissement ne sont que celles visées par la réglementation (J.-F. BIAUD, J.-P. MATTOUT, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.6 ; C. BAI, « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage. L'action de concert dans l'affaire Eiffage : les questions restées dans l'ombre », *préc.*, n°27). Cette position aboutit néanmoins à faire perdre une large part de sa vertu explicative à l'idée de rupture du contrat d'investissement.

⁷³⁷ J.-J. BURGARD, « Négociations de blocs d'actions », in *Rapport des comités du VI Plan*, t.2, annexe 14, déc. 1970, p.297 et s., *spéc.* p.300 ; P. BÉZARD, J. LEONNET, « La Cour de cassation juge de la concurrence », *CCC* févr. 1993, p.1 et s., *spéc.* p.3 ; A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°1562 ; F. PELTIER, *Marchés financiers et Droit commun*, *op cit.*, n°394.

⁷³⁸ Banque Mondiale, *Protecting Minority Investors ; Achieving sound corporate governance*, Doing Business 2017, p.66.

⁷³⁹ N. DECOOPMAN, *La Commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, *op cit.*, p.213-214.

⁷⁴⁰ J. GUYENOT, « La commission des opérations de bourse et l'information des porteurs de valeurs mobilières sur l'activité et les résultats des sociétés », *Gaz Pal.* 20 mars 1973, I, p.160 ; P. LEVEL, « La Commission des opérations de bourse et la vie des sociétés », *JCP E* 1977, 12350, n°2.

détournement de l'épargne des marchés, dû au peu d'espoir qu'avaient les épargnants de percevoir une rémunération pour les sommes investies⁷⁴¹. Asservie à l'idée de confiance, la protection des minoritaires fait ainsi figure d'instrument de politique économique depuis près d'un siècle⁷⁴². Cela explique pourquoi la protection des minoritaires n'existe que pour les sociétés cotées, et non pas hors cote, alors qu'elle y est plus nécessaire⁷⁴³. C'est afin d'attirer l'épargne sur le marché et non ailleurs que la réglementation offre aux minoritaires un traitement privilégié en cas de changement de contrôle de leur société ou de modification de leur environnement d'investissement.

209. Le destinataire de l'objectif de protection. Si la protection partage ce premier trait avec la transparence, qui concourt également à assurer la confiance dans le marché, elle en partage également un second : l'objectif est adressé à l'autorité de marché. La lecture de l'article L.433-1 du Code monétaire et financier peut cependant laisser penser le contraire, la disposition énonçant que c'est « Afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés, [que] le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques ». Derrière l'égalité, c'est pourtant bien l'idée de protection des minoritaires qui se niche et qui constitue le pôle de l'action de l'autorité de marché en matière d'offre publique⁷⁴⁴. Comme le relève Monsieur Dominique Schmidt, c'est à tort « que l'article L.433-1 du Code monétaire et financier évoque l'égalité des actionnaires en “chapeau” aux obligations d'achat qu'il prévoit »⁷⁴⁵.

L'objectif de protection ayant l'autorité de marché et les pouvoirs publics pour premier destinataire, il vise avant tout à guider son action. Cela justifie dès lors le défaut d'effet direct de l'exigence de protection. Parce qu'elle constitue le but vers lequel doit tendre l'action de l'AMF, elle n'a pas directement pour objet de régir l'action des acteurs susceptibles d'intervenir à une procédure d'offre. Il faut toutefois prendre garde à ne pas nier pour autant toute valeur juridique à l'exigence de protection.

⁷⁴¹ Pour un rappel de ces abus v. P. VIGREUX, *Les droits des actionnaires dans les sociétés anonymes, théorie et réalité*, R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1953, p.121, p.122 et p.235.

⁷⁴² Dans sa thèse de doctorat, Monsieur Alain Pietrancosta remarque ainsi que l'objectif de protection de l'épargne populaire est présent dans toutes les réformes du droit des sociétés par actions depuis les années 1930 (A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°891).

⁷⁴³ V. *supra* n°162.

⁷⁴⁴ Sur la confusion entre égalité et protection v. *supra* n°149 et s.

⁷⁴⁵ D. SCHMIDT, « Libres propos sur l'égalité des actionnaires en cas de cession de contrôle », *préc.*, p.38.

II. Un principe juridique

210. Une norme encadrant l'habilitation de l'AMF. Les conséquences de l'intégration des objectifs dans le champ du droit et les rapports tumultueux qu'ils entretiennent avec la matière juridique ont déjà été mis en lumière. Les avantages et inconvénients inhérents à ce phénomène ont été présentés. Il n'apparaît pas nécessaire d'y revenir, sauf pour rappeler que les objectifs qui intègrent le giron de la loi ne constituent pas tous des anomalies juridiques. Si certains témoignent d'un dysfonctionnement de la fonction législative, d'autres constituent de véritables normes juridiques. C'est le cas lorsque le législateur a recours à des objectifs afin de cantonner l'action d'une institution. Les objectifs que l'organe habilité doit poursuivre jouent alors un rôle dans l'élaboration des normes juridiques établies sur le fondement de la compétence attribuée⁷⁴⁶. Or, c'est bien ce rôle que revêt l'exigence de protection des actionnaires qui se trouve camouflée derrière « l'égalité de traitement des actionnaires » à l'article L.433-1 du Code monétaire et financier. Comme l'a relevé le Conseil constitutionnel à propos de l'ancien article 6 *bis* de la loi du 22 janvier 1988, cette exigence constitue un principe fondamental, applicable aux procédures d'offre, et qu'il appartient à l'autorité de mettre en œuvre⁷⁴⁷. Cette remarque vaut toujours à l'égard de l'article L.433-1 qui reprend la même formule pour délimiter le pouvoir attribué à l'AMF. Loin de constituer un objectif sans contenu juridique, la protection des minoritaires constitue un impératif qui encadre l'élaboration des normes par l'autorité de marché et assure la réalisation des fins arrêtées par le législateur.

211. Conséquence en cas de violation du principe par l'AMF. Si l'autorité venait, dans son action, à s'écarter de l'objectif ainsi fixé, elle violerait sa compétence. Un recours en excès de pouvoir pourrait alors aboutir à l'annulation des règles édictées en contrariété avec l'exigence de protection. Les exigences de protection et de transparence constituent donc pour l'autorité de véritables normes impératives dont la méconnaissance pourra être sanctionnée⁷⁴⁸.

212. Conséquence en cas de violation du principe par le législateur. L'objectif de protection n'encadre pas seulement l'action de l'autorité de marché. Il apparaît également comme une norme juridique au respect de laquelle le législateur est lui-même assujéti en vertu du droit européen. L'impératif de protection des minoritaires figure à l'article 3 qui fixe

⁷⁴⁶ V. *supra* n°142 et n°143.

⁷⁴⁷ Cons. Const., déc. n°89-260 DC, 28 juill. 1989, *préc.*, n°28.

⁷⁴⁸ V. *supra* n°143.

les « principes généraux » de la directive⁷⁴⁹. Cette disposition, en son point 1° a), précise que « si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres doivent être protégés »⁷⁵⁰. La précision a son importance. En effet, si la directive admet que des dérogations nationales à la règle de l'offre obligatoire soient apportées par les États membres, son article 4 § 5 prévoit néanmoins que ces dérogations doivent être conformes aux principes édictés par la directive. Un cas de dérogation qui se révélerait incapable d'assurer la protection des actionnaires minoritaires pourrait donc pousser la Commission à initier une procédure d'infraction⁷⁵¹. À défaut de réaction du législateur français, un recours en manquement pourrait être intenté⁷⁵². C'est dire, une fois encore, que si l'exigence de protection ne produit aucun effet direct à l'égard des participants à une offre, les autorités publiques sont néanmoins assujetties à son respect.

213. Conclusion de Section. La protection constitue un objectif juridique qui ne peut se réaliser qu'au travers d'une norme d'application. Sous-tendue par l'idée de confiance dans les marchés, l'exigence de protection produit des conséquences juridiques à la fois directes et indirectes. De façon très immédiate, la protection des minoritaires fait figure d'objectif dont la méconnaissance, par ses destinataires primaires, est susceptible d'être sanctionnée. Elle encadre à ce titre la production normative de l'autorité de marché et limite la marge de liberté dont dispose le législateur à l'égard des prescriptions contenues dans la directive OPA. L'exigence de protection produit également des conséquences par le biais des règles spéciales qui la concrétisent. Les sanctions prononcées en réaction à la violation de ces règles sanctionnent indirectement sa méconnaissance.

⁷⁴⁹ Sur cette qualification v. *infra* n°447.

⁷⁵⁰ Art. 3 1° a) Dir. 2004/25/CE, *préc.*

⁷⁵¹ Envisageant explicitement cette hypothèse v. Com. Européenne, *Rapport sur l'application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, COM (2012), n°24.

⁷⁵² Sur les hypothèses susceptibles de fonder une action en manquement contre l'État français, v. *infra* n°398 et s., n°406 et s., n°423 et s.

214. Conclusion de Chapitre. Le renouvellement de la démarche suivie pour l'identification du principe directeur de transparence a permis d'en identifier un second : celui de protection. Le sujet comme l'objet de la protection ont été précisés. La protection vise à garantir les minoritaires contre les hypothèses de changements de contrôle et certaines conséquences attachées à la consolidation d'une situation de contrôle ou à son exercice. Séparée des concepts d'équité et d'égalité avec lesquels elle est souvent assimilée, l'exigence de protection revêt les mêmes traits que la transparence. Elle transcende la réglementation des offres et apparaît dans le même temps dénuée d'effet direct. La protection constitue néanmoins un objectif juridique qui trouve sa source non dans l'idée de rupture du contrat d'investissement, mais dans celle de confiance dans les marchés financiers. Adressée aux autorités publiques, cette exigence de protection encadre l'activité normative en matière d'offres publiques d'acquisition. Elle constitue à ce titre une norme juridique dont la méconnaissance pourra être sanctionnée sur le terrain de l'excès de pouvoir.

215. Conclusion Titre 1. La mise en œuvre des critères retenus pour établir l'existence d'un principe directeur a abouti à l'identification de deux principes directeurs des offres. Dotées d'une force de rayonnement considérable, la transparence et la protection des actionnaires minoritaires se révèlent être les axiomes autour desquels la réglementation s'est construite. Ils sont ainsi « directeur » au sens étymologique du terme. Ils règnent sur le droit des offres, en déterminent la structure, et constituent l'assise de cette réglementation⁷⁵³. L'étude est porteuse de deux séries d'enseignements quant au sens et à la portée des principes directeurs.

Les premiers sont d'ordre terminologique. Les développements ont permis de définir et de distinguer les principes directeurs des concepts voisins avec lesquels ils sont parfois confondus. Ainsi, et malgré les liens intellectuels qui les unissent, la transparence se distingue du concept d'information et de celui de publicité. De même, l'exigence de protection des actionnaires non-contrôlares ne peut être assimilée à l'idée d'équité, dont les contours sont trop obscurs, ou à celle d'égalité, quoi qu'en dise parfois la lettre de la loi.

Les seconds portent sur la nature juridique des principes directeurs. L'étude des décisions ayant mobilisé la transparence et la protection a révélé leur absence d'effet direct. L'examen de la pratique décisionnelle montre ainsi que ces principes ne présentent, en eux-mêmes, aucune dimension prescriptive vis-à-vis des particuliers. À la différence des principes généraux du droit, les principes directeurs n'ont pas pour objet d'exprimer des règles qui n'auraient pas été formulées clairement dans une disposition écrite. Pour pouvoir recevoir application, ils doivent au contraire être déclinés et traduits au sein d'une norme intermédiaire qui en précisera les effets. Malgré cette spécificité, les principes directeurs n'en demeurent pas moins des normes juridiques. Ayant l'AMF pour premier destinataire, ils constituent les buts assignés à son action. Les principes directeurs balisent ainsi la production normative de l'autorité de marché qui ne peut s'en détacher sans excéder sa compétence. Ils revêtent également des fonctions essentielles de présentation et de construction du droit des offres.

⁷⁵³ « Directeur » vient de *dirigere*, et de *regere* qui signifie « conduire sans dévier », « régir » (G. CORNU, *Linguistique juridique, op cit.*, pp.185-186).

TITRE 2

LES FONCTIONS DES PRINCIPES DIRECTEURS

216. Principes directeurs et connaissance juridique. Les principes directeurs revêtent des fonctions explicatives et prédictives supérieures. Parce qu'ils impriment au droit des offres une orientation particulière, ils en permettent la présentation synthétique et révèlent ses perspectives d'évolutions. Les principes directeurs participent donc à l'amélioration de la connaissance juridique. Plus précisément, deux fonctions leur sont attachées. La première est liée à l'ubiquité des principes directeurs. Parce que ces principes sont à la source de la multitude de règles techniques qui régissent la procédure d'offre, ils constituent des notions guides qui permettent d'introduire un élément de cohérence au sein de cette branche du droit. Ils en facilitent alors la compréhension. La seconde découle de l'ancrage historique des principes directeurs. Parce qu'ils accompagnent la production de la réglementation depuis l'origine, ils portent en eux une charge prospective importante. Il apparaît alors possible de recourir aux principes directeurs pour déceler les évolutions probables du cadre juridique des offres.

217. Annonce. Les principes directeurs font figure de concepts structurants, ce qui rejaillit sur leurs deux fonctions, celle de présentation (**Chapitre 1**), et de construction du droit des offres (**Chapitre 2**).

CHAPITRE 1. LA FONCTION DE PRÉSENTATION DU DROIT

218. La complexité du droit des offres. La réglementation des offres est née des pratiques de marché et s'est en partie construite au rythme des contentieux boursiers. En perpétuelle évolution, cette réglementation est désormais disséminée au sein de plusieurs codes, à tel point qu'il peut sembler difficile de vouloir dégager les « principes directeurs d'une réglementation qui, jusqu'en 1998, n'en affirmait aucun »⁷⁵⁴. Cette difficulté, qui n'est pas propre au droit des offres, tient à deux phénomènes qui touchent aujourd'hui l'ensemble des branches du droit. Le premier réside dans la technicité grandissante des problèmes de société, qui impose d'accroître la spécialisation de la matière juridique et d'introduire des règles toujours plus détaillées qu'il est ensuite difficile de simplifier. Le second touche au désintérêt que suscitent certains pans du droit, qui continuent à être peu explorés en doctrine, leur appréhension demeurant tributaire de l'analyse des praticiens. Un auteur relevait déjà le paradoxe au milieu du siècle dernier : « des branches du droit sont informes parce que la doctrine les néglige, et les auteurs s'en détournent parce qu'elles sont informes »⁷⁵⁵.

219. La fonction de présentation des principes directeurs. Les difficultés liées à la présentation de la réglementation des offres peuvent toutefois être dépassées au moyen des principes directeurs précédemment identifiés. Par leur rayonnement particulier, ces principes font figure d'axiomes du système juridique qu'ils régissent. Ils permettent en conséquence de réaliser la synthèse des règles qui composent ce système en y introduisant un élément de logique interne. Ils offrent à voir la réglementation non comme une rhapsodie de règles mal liées entre elles, mais comme un corpus unifié et cohérent. En rationalisant une matière, les principes directeurs en facilitent la connaissance⁷⁵⁶. Ils revêtent ainsi une fonction primordiale de présentation du droit.

220. Distinction entre présentation et description du droit. Étudier la fonction de présentation des principes directeurs implique d'abord de la distinguer de l'idée de pure description. En effet, la démarche qui vise à présenter une réglementation sous le prisme de ses principes directeurs ne saurait être prise pour ce qu'elle n'est pas, à savoir une description

⁷⁵⁴ A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 3^e éd., Francis Lefebvre, 2006, n°78.

⁷⁵⁵ P. DURAND, « La connaissance du phénomène juridique et les tâches de la doctrine moderne du droit privé », D.1956, chron., p.73 et s., *spéc.* p.76.

⁷⁵⁶ H. MOTULSKY, « Prolégomènes pour un futur code de procédure civile : la consécration des principes directeurs du procès civil par le décret du 9 septembre 1971 », *préc.*, n°8 ; S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, *op cit.*, n°430.

neutre et objective de la matière considérée⁷⁵⁷. La fonction de présentation, si elle permet de rendre compte du droit positif, confère à celui-ci une rationalité supposée, et repose sur une reconstruction du droit, qui s'accompagne de la part d'artifice attachée à toute construction intellectuelle⁷⁵⁸. Afin d'éviter que la présentation retenue s'écarte des réalités au profit d'une unité factice, nous tâcherons d'élaborer celle-ci conformément aux règles de méthodologies dégagées en introduction⁷⁵⁹. Elle n'équivaudra toutefois jamais à une pure description du droit positif.

221. Annonce. Ces précisions opérées, il faut maintenant exposer la portée didactique du principe de transparence (**Section 1**) et du principe de protection (**Section 2**).

Section 1. La portée didactique du principe de transparence

222. Rayonnement des principes et portée didactique. Les principes de transparence et de protection irradiant la majorité des règles qui encadrent le déroulement des offres⁷⁶⁰. À ce titre, ils revêtent une certaine capacité de mise en ordre du droit. Bien qu'ils ne diminuent pas matériellement la somme des règles régissant les offres, les principes directeurs en réduisent intellectuellement le nombre en transformant celles-ci en corollaires logiques de notions sources⁷⁶¹. Ces principes jouent ainsi un rôle didactique. Ils répondent au besoin de pouvoir expliquer simplement un droit qui ne cesse de se compliquer⁷⁶².

223. Annonce. Suivant l'approche retenue, la portée didactique des principes directeurs est susceptible de varier. La première approche envisageable est de recourir aux principes afin de présenter la réglementation telle qu'elle est. Cette démarche met alors en lumière les grandes lignes qui structurent le droit positif. La seconde approche possible, qui s'appuie sur l'ancrage historique des principes, permet de saisir l'évolution dans le temps d'une réglementation. Plus qu'une simple diapositive du droit positif, cette dernière analyse relève plutôt de la cinématographie. Selon l'approche suivie, les principes directeurs permettent

⁷⁵⁷ On peut d'ailleurs douter qu'une telle description soit réellement possible. Une part irréductible de subjectivité accompagne toute opération intellectuelle, en ce compris lorsqu'elle prétend simplement « décrire » un phénomène juridique (C. ATIAS, « Réflexions sur les méthodes de la science du droit (Exemples de droit des biens) », D.1983, p.145, *spéc.* n°17).

⁷⁵⁸ Ph. JESTAZ, Ch. JAMIN, *La doctrine, op cit.*, p.229-230. S'agissant des principes directeurs et de leur rôle de « description » du droit, v. déjà S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail, op cit.*, n°110.

⁷⁵⁹ V. *supra* n°29 et s.

⁷⁶⁰ V. *supra* n°106 et s., n°174 et s.

⁷⁶¹ J. DABIN, *Théorie générale du droit, op cit.*, n°262.

⁷⁶² N. NITSCH, « L'inflation juridique et ses conséquences », *APD* 1982, p.161 et s., *spéc.* p.179 ; M. DELMAS-MARTY, « Réinventer le droit commun », *préc.*, p.1.

donc d'opérer une présentation statique (§1) ou dynamique de la réglementation des offres (§2)⁷⁶³.

§1. La présentation statique de la réglementation des offres

224. Annonce. L'étude statique d'une réglementation consiste à l'appréhender comme un ensemble achevé et permanent⁷⁶⁴. Aussi, la présentation statique d'une branche du droit sous le prisme de ses principes directeurs, parce qu'elle se focalise sur le seul droit positif, signale les orientations actuelles des règles qui concrétisent ces principes. Par le biais du principe de transparence et sous réserve des règles qui répondent à l'impératif de protection, il apparaît possible de présenter l'ensemble des dispositions qui régissent la procédure d'offre par les deux finalités qu'elles poursuivent : anticiper les changements de contrôle (I) et aider à la prise de décision dans le contexte d'une offre publique (II).

I. La transparence, outil d'anticipation des changements de contrôle

225. Transparence et anticipation des changements de contrôle. De nombreuses règles inspirées par le principe de transparence gravitent autour de la réglementation des offres sans en faire directement partie. Elles visent à révéler la réelle sphère d'influence des actionnaires d'une société cotée afin d'assurer la mise en œuvre effective de la réglementation OPA. Ces dispositions répondent en outre à une revendication des investisseurs qui, du fait des importantes plus-values qu'il est possible de réaliser lorsqu'une offre est déposée, souhaitent suivre les évolutions touchant à la répartition du pouvoir au sein des sociétés et anticiper les éventuels changements de contrôle. Formellement étrangères au droit des offres, ces règles ont néanmoins été pensées en considération de ce droit.

226. Annonce. Pour concrétiser le principe directeur de transparence et livrer au marché une image fidèle de la répartition du pouvoir au sein des sociétés cotées, deux catégories de règles ont été adoptées. Les premières reposent sur la communication de données objectives, relatives à la répartition du capital et aux liens qui unissent certains actionnaires. Les secondes dépassent le domaine des faits pour celui des motivations et communiquent au

⁷⁶³ Pour une approche fondée sur la « description » statique et dynamique du droit du travail par le biais de ses principes directeurs, v. S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, op cit., n°318.

⁷⁶⁴ F. WEYR, « La théorie normative. Ses bases et sa signification pour la jurisprudence », in *Vedecka recenka pravnické fakulty Masarykovy university v Brně*, IV, 1925, p.3 et s., spéc. p.30.

marché les intentions de certains à l'égard du contrôle des sociétés. Le principe de transparence s'exprime ainsi par des modes objectifs (A) et subjectifs (B) d'anticipation des changements de contrôle.

A. Les modes objectifs d'anticipation

227. Informations et répartition du pouvoir au sein des sociétés. Plusieurs mécanismes existent afin de délivrer au marché les informations nécessaires pour suivre les mouvements affectant la répartition du pouvoir au sein des sociétés cotées. Deux dispositifs remplissent particulièrement cette fonction : les déclarations de franchissement de seuils et la publication de certaines clauses contenues au sein des pactes d'actionnaires. Bien que ces mécanismes n'entretiennent *a priori* aucun lien avec la réglementation des offres, ils sont intellectuellement liés à elle : leur existence ne se comprend qu'à travers elle. Aussi constituent-ils deux expressions du principe de transparence.

228. Les déclarations de franchissement de seuils. La réglementation des franchissements de seuils impose à toute personne qui vient à posséder, directement ou indirectement, un certain niveau de participation en capital ou en droits de vote au sein d'une société, de déclarer sa participation auprès de la société concernée et de l'AMF, qui se chargera ensuite de communiquer l'information au marché. Cette réglementation a pour objet de révéler la répartition du pouvoir au sein des sociétés et d'en suivre les évolutions. Le nombre particulièrement important de seuils qui donnent lieu à déclaration atteste de l'importance qu'accorde le législateur au dispositif : sans compter ceux susceptibles d'être ajoutés statutairement, pas moins de 22 seuils différents en capital et en droits de vote sont aujourd'hui visés à l'article L.233-7 du Code de commerce. Des seuils supplémentaires s'ajoutent encore en période d'offre⁷⁶⁵. Par l'importante quantité d'information qu'elle délivre au marché, la réglementation des franchissements de seuils sert à la fois les intérêts des dirigeants de la société, qui peuvent connaître l'exacte répartition de l'actionariat et ainsi mesurer la solidité actuelle du contrôle social, ceux des actionnaires, qui peuvent prendre connaissance de l'évolution de leur environnement d'investissement et enfin ceux du marché, qui reçoit les informations nécessaires à la fixation du juste prix des titres de la société concernée⁷⁶⁶. Si ce dispositif n'a pour but exclusif d'anticiper les situations de changements de contrôle et d'en rendre compte, les retouches successives qui lui ont été

⁷⁶⁵ V. *supra* n°113.

⁷⁶⁶ A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, préf. A. Couret et A. Prüm, Larcier, 2012, n°217 ; P.-H. CONAC, « Franchissement de seuils », *Rép. soc.*, Dalloz, 2020, n°1.

apportées montrent que sa fonction première est de délivrer au marché une image fidèle de l'influence qu'exerce chaque actionnaire sur le contrôle social. Monsieur Jérôme Chacornac l'a parfaitement souligné : « l'obligation d'information permet, précisément, d'éclairer le marché par anticipation sur d'éventuelles évolutions dans la répartition du pouvoir dans l'émetteur, et de détecter par avance les prises de contrôle »⁷⁶⁷. Dès lors, si la réglementation des franchissements de seuils n'est pas la pierre angulaire du droit des offres publiques, elle constitue néanmoins une « pierre d'appui significative »⁷⁶⁸ pour cette branche du droit, à tel point que certains auteurs considèrent que la divulgation d'informations imposée par ce dispositif constitue un aspect de la réglementation OPA⁷⁶⁹. Cette finalité d'anticipation et de détection des situations de changement de contrôle s'exprime au travers de plusieurs règles attachées aux franchissements de seuil.

En premier lieu, l'objectif d'anticipation explique la prise en compte d'un double référentiel pour les seuils donnant lieu à déclaration. En effet, les seuils visés à l'article L.233-7 du Code de commerce se décomposent en onze seuils exprimés en capital et en droits de vote. Ce dédoublement dépasse les exigences européennes qui ne visent que les franchissements en droit de vote⁷⁷⁰. Il s'explique par la volonté de ne pas laisser le marché être abusé par la déconnexion susceptible d'exister entre les référentiels en capital et en droits de vote, du fait, par exemple, de l'existence de droits de vote double ou d'actions de préférence sans droit de vote. En optant pour cette double référence, le dispositif permet au marché de déterminer la sphère actuelle d'influence de chaque actionnaire sur le contrôle social et d'anticiper, pour l'avenir, les conséquences susceptibles de découler de l'écart entre les deux référentiels.

En deuxième lieu, la volonté d'anticiper les changements de contrôle justifie que les participations qui déclenchent l'obligation de déclarer un franchissement de seuil ne soient pas seulement celles directement détenues par la personne soumise à déclaration. Pour déterminer l'influence réelle d'un actionnaire, la loi dépasse l'approche centrée sur les seules actions détenues en propres et retient une approche plus large, qui agrège plusieurs autres éléments. Pour ce faire, le législateur a principalement eu recours à la technique de l'assimilation⁷⁷¹. Prévu à l'article L.233-9 I du Code de commerce et précisé au sein de l'article 223-11 du RG AMF, ce dispositif permet d'ajouter aux actions et droits de vote

⁷⁶⁷ J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, op cit., n°563.

⁷⁶⁸ A. GRIDEL, *Marchés et instruments financiers en droit international privé*, (dir.) L. D'Avout, Panthéon Assas, 2021, n°477.

⁷⁶⁹ N.-M. BARDY, « La COB et le droit des minoritaires », *préc.*, p.9 ; A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, op cit., n°111.

⁷⁷⁰ Art. 9, Dir. 2004/25/CE, *préc.*

⁷⁷¹ Sur le procédé v. H. Le NABASQUE, « Franchissements de seuils : les titres assimilés », *RTDF* 2007/3, p.13.

directement détenus et déjà soumis à déclaration, ceux possédés pour son compte⁷⁷², ceux détenus par les sociétés que contrôle le déclarant⁷⁷³, ceux que le déclarant est en droit d'acquérir à sa seule initiative en vertu de certains accords ou instruments financiers⁷⁷⁴, ceux sur lesquels le déclarant a conclu un accord ou instrument lui offrant un effet économique similaire à la possession desdites actions⁷⁷⁵, ceux sur lesquels il détient l'usufruit⁷⁷⁶, ceux possédés par un tiers avec lequel il a conclu un accord de cession temporaire⁷⁷⁷, et ceux pour lesquels il a été désigné dépositaire ou mandataire sans avoir reçu d'instruction spécifique de vote⁷⁷⁸. Enrichie au fil des ans, cette liste d'assimilation garantit que l'information délivrée par les franchissements de seuils offre l'image la plus fidèle de la « puissance de vote » dont dispose un actionnaire au sein d'un émetteur⁷⁷⁹. Toujours dans le but de dépasser les apparences, le dispositif s'appuie également sur la notion d'action de concert qui permet de prendre en considération le poids réel d'actionnaires unis par les mêmes vues. Par le biais de l'action de concert, l'article L.233-9 I 3° du Code de commerce permet ainsi de rendre compte de la distribution réelle du pouvoir tout en évitant que les obligations d'information soient contournées par l'union clandestine d'une collectivité d'actionnaires⁷⁸⁰.

En troisième et dernier lieu, le fait que les franchissements de seuils aient pour but premier de détecter les changements de contrôle explique l'existence d'exemptions légales à l'obligation de déclaration. Les textes prévoient en effet certains cas où la détention d'actions ne donne pas lieu à déclaration⁷⁸¹. Il en est ainsi des actions détenues par différents organismes de placement collectifs, de celles qui composent un portefeuille géré par un prestataire de services d'investissement, des actions remises aux membres du système européen de banques centrales, et de celles détenues par les teneurs de comptes dans le cadre de leur activité de tenue de compte et de conservation. Les actions acquises à des fins de stabilisation, de compensation, de règlement ou de livraison d'instruments financiers dans le cadre habituel du cycle de règlement à court terme, sont aussi exclues de la déclaration. L'obligation d'information ne s'applique pas non plus aux teneurs de marchés et aux

⁷⁷² L.233-9 I 1° Code com.

⁷⁷³ L.233-9 I 2° Code com.

⁷⁷⁴ L.233-9 I 4° Code com.

⁷⁷⁵ L.233-9 I 4 *bis* Code com.

⁷⁷⁶ L.233-9 I 5° Code com.

⁷⁷⁷ L.233-9 I 6° Code com.

⁷⁷⁸ L.233-9 I 7°, 8° Code com.

⁷⁷⁹ J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, *op cit.*, n°564 et s.

⁷⁸⁰ D. SCHMIDT, N. RONTCHEVSKY, « Action de concert », *ét. Joly*, Lextenso, 2022, n°8 ; Th. BONNEAU, « L'action de concert » in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.97, *spéc.* n°250.

⁷⁸¹ Art. L.233-7 IV-V et L.233-9 II Code com.

personnes contrôlées par des entités soumises à déclaration. Ces hypothèses visent toutes des situations où le détenteur des titres ne souhaite pas exercer une influence sur l'émetteur, soit en raison de la finalité qu'il poursuit, soit en raison de sa qualité, soit encore en raison des liens qui l'unissent avec une personne déjà tenue à déclaration du fait d'une assimilation⁷⁸².

229. La publicité de certaines clauses des pactes d'actionnaires. L'article L.233-11 du Code de commerce exige que les clauses qui prévoient des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé et qui portent sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote d'une société soient portées à la connaissance de la société et de l'AMF qui en assure la publicité auprès du marché. Du fait de son champ d'application personnel et matériel, le domaine du dispositif s'avère relativement important. Sur le plan personnel, l'identité des contractants est indifférente à l'obligation d'information, ce qui permet de saisir tout pacte sans égard à la qualité des signataires. Sur le plan matériel, le pourcentage d'action minimum est suffisamment bas, et la notion de conditions préférentielles suffisamment large, pour que le dispositif puisse appréhender toute clause qui réserverait un avantage exclusif à l'une des parties au pacte.

Par le biais de cette obligation de révélation *ex ante*, la loi permet au public d'anticiper, avant toute cession ou acquisition effective, la nouvelle répartition du pouvoir qui pourrait découler de la réalisation de ces pactes. Aussi cette obligation d'information ne se comprend qu'en considération de la réglementation des offres publiques⁷⁸³. La sanction prévue en cas de non-révélation l'atteste : à défaut d'être transmises, les clauses concernées voient leurs effets suspendus pendant toute la période d'offre⁷⁸⁴. Le besoin de détecter et d'anticiper les changements de contrôle justifie ainsi une entorse importante au principe de confidentialité qui règne habituellement sur les terres des pactes d'actionnaires⁷⁸⁵.

230. Synthèse. Les obligations déclaratives prévues en matière de franchissement de seuils et de pactes d'actionnaires sont formellement étrangères à la réglementation OPA. Intellectuellement pourtant, leur lien avec cette branche du droit et le principe de transparence fait peu de doute. Ces dispositifs fournissent au marché une image réaliste de la répartition du pouvoir au sein des sociétés cotées et permettent dans le même temps d'anticiper les prises de contrôle, tout en laissant l'investisseur maître des conséquences à tirer de l'information reçue.

⁷⁸² P.-H. CONAC, « Franchissement de seuils », *préc.*, n°31 ; R. ELINEAU, « Franchissement de seuils », *préc.*, n°38 et s., n°104.

⁷⁸³ J.-J. DAIGRE, G. TERRIER, « Offres publiques et pactes d'actionnaires », in *Les offres publiques d'achat, op cit.*, p.627, *spéc.* n°1309.

⁷⁸⁴ Art. L.233-11 Code com.

⁷⁸⁵ F. MARTIN LAPRADE, « Franchissement de seuils », *ét. Joly*, Lextenso, 2021, n°254.

B. Les modes subjectifs d'anticipation

231. Anticiper en révélant l'intention. Si les informations délivrées par le biais des franchissements de seuils et la publicité entourant les pactes d'actionnaires fournissent une indication objective sur l'état du contrôle d'une société et sur ses perspectives d'évolution, elle n'en reste pas moins une donnée brute qu'il n'est pas toujours simple d'interpréter. Aussi, cette information devient-elle plus intelligible lorsqu'elle s'accompagne de données subjectives, c'est-à-dire relatives aux objectifs poursuivis par les titulaires des titres. Ces considérations expliquent que la personne soumise à déclaration ne soit pas seulement tenue de déclarer le niveau de sa participation. Elle doit également révéler ses intentions⁷⁸⁶. Pour mieux appréhender les changements de contrôle, l'information obligatoire dépasse le domaine des faits pour intégrer celui des motivations. Guidée par l'impératif de transparence, la réglementation connaît deux hypothèses dans lesquelles un actionnaire est tenu de déclarer ses intentions s'agissant de la prise de contrôle d'une société cotée. La première accompagne le franchissement de certains seuils en capital ou en droits de vote. La seconde prend la forme d'un dispositif anti-rumeur, mis en œuvre par l'AMF lorsque des motifs raisonnables conduisent à penser qu'une personne prépare une offre publique.

232. La déclaration d'intention en cas de franchissement de seuils. Déclarer son intention revient à présenter le comportement que l'on entend adopter dans un futur proche⁷⁸⁷. Aussi, l'intérêt d'adjoindre une telle déclaration à celle des franchissements de seuils s'est très vite présenté à l'autorité de marché⁷⁸⁸. Ajoutant à la lettre de la loi, qui ne prévoyait à l'époque qu'une déclaration du nombre d'actions ou de droits de vote détenus⁷⁸⁹, le Règlement COB n° 97-01 imposait à toute personne qui venait à détenir plus du dixième ou du cinquième du capital des droits de vote d'une société de déclarer les objectifs qu'elle avait l'intention de poursuivre au cours des douze mois à venir⁷⁹⁰. Un temps maintenue malgré l'introduction d'un dispositif similaire au sein de la loi, l'obligation de déclarer ses intentions figure, depuis 2004, au sein du seul Code de commerce⁷⁹¹. L'obligation désormais prévue à l'article L.233-7 VII du Code de commerce dépasse même les exigences

⁷⁸⁶ P. BÉZARD, « Connaissance de l'actionariat » *RJC* 1990, n° spéc., p.16 et s., spéc. p.48-49 ; J.-B. POULLE, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA* 21 janv. 2009, p.6, spéc. n°22.

⁷⁸⁷ R. ELINEAU, « Franchissement de seuils », *préc.*, n°121.

⁷⁸⁸ V. déjà COB, *Rapport annuel* 1987, p.133.

⁷⁸⁹ Art. 356-1, 356-1-1 et 356-1-2 loi n°66-537 du 24 juill. 1966 *sur les sociétés commerciales*, JO 26 juill. 1966, p.6401.

⁷⁹⁰ anc. Règl. COB n°97-01, Arr. min. du 27 mars 1997, JO 11 avr. 1997, p.5525.

⁷⁹¹ Depuis l'arrêté du 12 nov. 2004 *portant homologation des livres II à VI du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers*, l'art. 223-17 du RG AMF se contente ainsi d'indiquer que les informations mentionnées au sein du Code de commerce sont portées à la connaissance du public par l'AMF.

européennes⁷⁹². En vertu de cette disposition, toute personne qui vient à franchir les seuils de 10, 15, 20 et 25 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée est tenue de déclarer les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir. Le déclarant doit révéler les modes de financement auxquels il a eu recours pour acquérir sa participation, s'il agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre et d'acquérir ou non le contrôle de la société, la stratégie qu'il entend mettre en œuvre, ses intentions quant au dénouement de certains instruments financiers, l'existence éventuelle de contrats de prêt de titres ou d'accords de cession temporaire et, enfin, s'il souhaite demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance. Délivrées lors du franchissement des seuils voisins à celui déclenchant l'obligation de déposer une offre, ces informations offrent un outil supplémentaire pour anticiper les prises de contrôle à court et moyen terme. Le dispositif permet en outre de neutraliser l'éventuel décalage entre le niveau de participation d'un acteur, élément objectif, et les fins qu'il poursuit, fait subjectif essentiel pour l'interprétation des données objectives.

Malgré la quantité d'informations à déclarer, l'intention relative à l'acquisition du contrôle demeure « l'information capitale »⁷⁹³, et constitue la première justification de l'obligation posée par la loi. Elle explique d'ailleurs pourquoi certaines personnes ne sont pas tenues de déclarer le détail de leurs intentions. En effet, le dispositif diminue le niveau d'exigence de la déclaration pour les sociétés de gestion lorsqu'elles agissent dans le cadre habituel de leur activité, qu'elles l'exercent indépendamment de toute autre et qu'elles déclarent ne pas envisager d'acquérir le contrôle de la société ni demander leur nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance⁷⁹⁴. Dans ce cas, seule une déclaration alléguée est due⁷⁹⁵. Cette simplification se comprend : à défaut d'enjeu relatif au contrôle de la société, nul besoin que l'information fournie soit aussi détaillée que celle prévue par l'article L.233-7 du Code de commerce. Une autre dispense concerne l'initiateur d'une offre publique qui, au cours de la période d'offre ou à l'issue de celle-ci, viendrait à franchir un des seuils lui imposant de déclarer ses intentions quant au contrôle de la société concernée⁷⁹⁶. Si la logique demeure la

⁷⁹² Le cadre européen ne semble pas s'opposer à ce dépassement. Le considérant 12 de la Dir. 2013/50/UE précise que les États membres « devraient » pouvoir continuer à fixer des obligations plus strictes que celles prévues par la directive, par exemple en imposant la divulgation des intentions des actionnaires déclarants.

⁷⁹³ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°384.

⁷⁹⁴ Art. 223-17 II RG AMF.

⁷⁹⁵ Annexe I Instr. DOC-2008-02, *préc.*

⁷⁹⁶ Art. 223-17 III RG AMF.

même que pour la dispense précédente, la justification s'inverse : c'est parce que la volonté de prise de contrôle ne fait pas de doute que l'intéressé est exempté de déclarer ses intentions.

233. Le dispositif anti-rumeur. Déjà présenté, le dispositif qui figure à l'article L.433-1 V du Code monétaire et financier et aux articles 223-32 et suivants du RG AMF permet à l'autorité de marché d'imposer à toute personne dont elle a des motifs raisonnables de penser qu'elle prépare une offre publique de déclarer ses intentions⁷⁹⁷. L'objectif n'est pas de contraindre les opérateurs sollicités à bouleverser le calendrier de leurs opérations en les obligeant à les accélérer ou à y renoncer, mais d'informer le marché en évitant la propagation de fausses rumeurs⁷⁹⁸. Si leur fait générateur diffère, la déclaration due dans le cadre des franchissements de seuils et celle à laquelle le dispositif anti-rumeur donne lieu répondent à la même volonté d'anticiper les changements de contrôle⁷⁹⁹.

234. Synthèse. Concrétisant le principe directeur de transparence, les déclarations d'intention ajoutent une strate supplémentaire d'informations à fournir au marché. La publicité des intentions précise l'information délivrée en se juxtaposant aux données brutes relatives au niveau de participation des actionnaires et à leur sphère d'influence. Soit qu'elles renseignent sur les objectifs poursuivis par l'auteur d'un franchissement de seuil, soit qu'elles éclairent les mobiles d'un opérateur dont il existe des motifs raisonnables de penser qu'il se prépare à déposer une offre, ces données subjectives permettent d'anticiper avec un plus haut degré de certitude l'éventualité d'une prise de contrôle.

II. La transparence, support des décisions prises en réaction à une offre

235. De l'anticipation à la réaction. L'approche statique de la réglementation révèle que le principe de transparence ne se traduit pas seulement par des règles qui permettent de détecter et d'anticiper les changements de contrôle. L'existence d'offres initiées par des actionnaires déjà titulaires du contrôle des sociétés qu'ils visent, comme la kyrielle d'obligations d'information encadrant le déroulement des offres suffisent à s'en persuader. Le principe de transparence joue aussi un rôle une fois la procédure d'offre déclenchée : il garantit aux différents acteurs de pouvoir prendre une décision éclairée vis-à-vis de l'offre. Le principe directeur se concrétise alors dans une cascade de règles qui imposent la communication d'informations au marché afin que chaque acteur dispose des données

⁷⁹⁷ V. *supra* n°110.

⁷⁹⁸ O. DOUVRELEUR, « L'information financière sur les sociétés cotées : le devoir de parler », *RTDF* 2007/3, p.4 et s., *spéc.* p.6.

⁷⁹⁹ J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, *op cit.*, n°670.

nécessaires pour agir au mieux de ses intérêts. La transparence qui s'impose sur la scène juridique rejoint celle sur laquelle repose la théorie économique. Elle constitue le préalable nécessaire pour que les agents puissent opérer un calcul coût/intérêt optimal.

236. La transparence et les règles qui la concrétisent revêtent donc une importance particulière dans le contexte d'une offre publique. Elles constituent la base sur laquelle chaque titulaire de titres sollicité déterminera s'il est dans son intérêt ou non d'apporter ses titres à l'offre⁸⁰⁰. Plus largement, les informations sont destinées au public dans son ensemble⁸⁰¹. Elles assurent que toute personne susceptible d'être intéressée par l'offre puisse décider quel comportement adopter en réaction à elle.

237. Annonce. Les règles induites par l'impératif de transparence et qui régissent le déroulement des offres visent à assurer que chaque acteur intéressé par une offre puisse agir conformément à ses intérêts. Pour y parvenir, elles imposent la diffusion du contenu de l'offre (**A**) et des éléments qui permettront d'apprécier les chances de succès de celle-ci (**B**).

A. Le contenu de l'offre

238. La transparence et le contenu de l'offre. L'information éclaire les agents qui évoluent sur les marchés, et notamment les actionnaires de la société visée par une offre. Afin que ceux-ci soient en mesure d'évaluer correctement la proposition qui leur est faite, la réglementation impose à l'initiateur de détailler le contenu de son offre et va jusqu'à rendre la société visée elle-même débitrice de certaines informations. Les informations relatives au contenu de l'offre sont ainsi extrêmement détaillées⁸⁰². Elles se rapportent aussi bien à l'objet de l'offre qu'à sa teneur.

239. Le double objet de l'offre. L'objet d'une offre est double. L'objet premier n'est autre que les titres sur lesquels elle porte. Il n'est toutefois pas le seul. L'offre publique a aussi pour objet d'acquérir le contrôle d'une société, de renforcer le contrôle qu'un actionnaire exerce déjà sur elle ou d'ouvrir une porte de sortie aux actionnaires minoritaires.

⁸⁰⁰ F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques », *op cit.*, n°1025 ; M. LÉVY, P. SERVAN-SCHREIBER, J. VEIL, « Information et communication dans les offres publiques », *op cit.*, n°1110 ; M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain. De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, *op cit.*, n°720.

⁸⁰¹ Ainsi, les projets d'offres, les notes d'information, les notes en réponse de même que tout élément d'information complémentaire à ces documents devront être portés à la connaissance du public suivant les modalités prévues par le Règlement général (Art. 231-16, 231-17, 231-26, 231-27, 231-37 RG AMF).

⁸⁰² Pour une présentation exhaustive v. A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1095 et s., n°1200 et s.

Les règles rattachées au principe de transparence ont donc pour but de fournir au public l'information la plus complète aussi bien sur l'objet immédiat de l'offre, les titres visés, que sur son objet médiateur, l'acquisition d'une situation de contrôle ou sa consolidation.

240. Les titres visés, objet immédiat de l'offre. L'objet immédiat de l'offre est ce sur quoi elle porte, à savoir les instruments financiers de la société visée⁸⁰³. Il est constitué par l'ensemble des titres que l'initiateur se propose d'acquérir. Pour que cet objet soit décrit du mieux possible, le principe de transparence impose de divulguer la nature des instruments financiers visés par l'initiateur et la quantité qu'il projette d'acquérir⁸⁰⁴. L'instruction AMF n° 2006-07 précise qu'en cas d'offre publique alternative ou d'offre principale assortie d'une option subsidiaire, le projet doit mentionner le nombre de titres visés par l'offre publique d'achat et le nombre de titres visés par l'offre publique d'échange⁸⁰⁵. En principe, l'information sur la nature des titres visés est sensiblement la même pour chaque offre, la réglementation imposant à l'initiateur de viser les titres de capital et ceux donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée⁸⁰⁶. Il en est de même s'agissant de la quantité concernée. Sauf certaines offres publiques simplifiées, l'offre doit viser l'intégralité des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote⁸⁰⁷.

241. Le contrôle de la société ou sa consolidation, objet médiateur de l'offre. Si les titres de la société visée constituent l'objet direct de l'offre, l'offrant souhaite avant tout acquérir ou affermir une position de contrôle au sein de la société. Cet objet médiateur explique que la transparence impose de diffuser certaines données relatives à la société visée. L'article 231-28 du RG AMF exige ainsi que la société visée par l'offre informe le marché de ses caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables. L'instruction précitée ajoute qu'il revient à cette société de publier une mise à jour des éléments significatifs de l'information périodique et permanente publiée au cours de son exercice⁸⁰⁸.

242. La teneur de l'offre. Outre l'information nécessaire à la détermination du double objet de l'offre, l'impératif de transparence exige également d'éclairer le marché sur la teneur de l'offre déposée. Pour ce faire, deux séries d'informations doivent être communiquées au

⁸⁰³ Art. 231-2 2° RG AMF.

⁸⁰⁴ Art. 231-18 RG AMF.

⁸⁰⁵ Art. 2 2° b) Instr. DOC n°2006-07, *préc.*

⁸⁰⁶ Art. 231-6 RG AMF. Évidemment, lorsque des circonstances particulières se présentent, l'autorité admet que certains titres ne soient pas visés par l'offre, notamment lorsque des titres sont inaccessibles, indisponibles ou qu'ils sont appelés à devenir caducs en période d'offre, v. *infra* n°284.

⁸⁰⁷ Art. 231-6 RG AMF.

⁸⁰⁸ Art. 6 Instr. DOC n°2006-07, *préc.*

marché. Les premières touchent à la contrepartie proposée pour l'acquisition des titres visés. Les secondes se rapportent au projet envisagé pour l'avenir de la société, autrement dit à la stratégie que l'initiateur entend mettre en œuvre en cas de réussite de son offre.

243. La contrepartie proposée. La contrepartie proposée aux destinataires de l'offre est généralement considérée comme le principal élément permettant de juger de l'intérêt de l'opération. La réglementation impose dès lors que le projet d'offre comme la note d'information établie par l'initiateur mentionnent le prix ou la parité d'échange proposée⁸⁰⁹. Le haut degré de transparence implique également que toute donnée permettant d'apprécier le caractère équitable de cette contrepartie soit communiquée au marché. Lorsque l'initiateur de l'offre détient déjà des titres de la société visée ou peut en détenir à sa seule initiative, il est ainsi tenu d'informer le public sur la date et les conditions auxquelles il a procédé à leur acquisition ou auxquelles ces acquisitions pourraient être réalisées à l'avenir⁸¹⁰. De même, si un expert indépendant a été sollicité, son rapport sur les mérites de l'offre et le caractère équitable de la contrepartie devra être communiqué au marché afin que le public bénéficie d'une source d'information extérieure à l'initiateur⁸¹¹. La réglementation permet néanmoins à la société visée de ne pas reproduire certaines données qui figurent au sein du rapport de l'expert si elles sont susceptibles de lui porter atteinte, à condition cependant que ces omissions n'induisent pas le public en erreur⁸¹². Pour permettre d'apprécier mieux encore la contrepartie proposée, la réglementation impose de révéler au public l'appréciation qui en est faite par les membres du conseil d'administration de la société cible. La note en réponse doit donc mentionner l'intention des membres du conseil d'apporter ou non leurs titres à l'offre en précisant, si plusieurs branches existent, à laquelle ils entendent les apporter⁸¹³. Particulièrement exhaustives, les informations exigées s'étendent encore aux modalités suivant lesquelles l'initiateur entend réaliser l'acquisition des titres. Cela regroupe une multitude de données, telles que le calendrier prévisionnel de l'offre⁸¹⁴, les conditions de financement de l'opération⁸¹⁵, l'identité du prestataire de services d'investissement désigné pour procéder aux acquisitions⁸¹⁶, ou le droit applicable aux engagements que l'offrant pourrait prendre vis-à-vis des détenteurs de titres⁸¹⁷.

⁸⁰⁹ Art. 231-13 II 3° et 231-18 2° RG AMF.

⁸¹⁰ Art. 231-18 2° c) RG AMF.

⁸¹¹ Art. 231-18 9° et 231-19 3° RG AMF.

⁸¹² Art. 231-19 3° RG AMF.

⁸¹³ Art. 231-19 6° RG AMF.

⁸¹⁴ Art. 231-18 2° e) RG AMF.

⁸¹⁵ Art. 231-18 2° g) RG AMF.

⁸¹⁶ Art. 231-13 II 5° et 231-18 11° RG AMF.

⁸¹⁷ Art. 231-18 5° RG AMF.

244. Les motifs de l'offre et l'avenir envisagé. Si les informations relatives à la contrepartie offerte sont essentielles, elles sont cependant insuffisantes pour garantir la pleine information du public. En effet, le dépôt d'une offre n'est pas qu'une opération financière. En cas de réussite, ses conséquences dépasseront la seule problématique du caractère équitable de la contrepartie. Le succès d'une offre hisse un nouvel actionnaire au rang de contrôlaire ou renforce une situation de contrôle préexistante, ce qui influe directement sur l'avenir de la société et le cours des instruments financiers qu'elle émet. Les règles rattachées au principe de transparence imposent en conséquence à l'initiateur de communiquer au marché les desseins qu'il poursuit et l'avenir qu'il envisage vis-à-vis de la société.

Cela implique en premier lieu de connaître l'offrant. Le Règlement général de l'AMF exige donc de l'initiateur qu'il diffuse plusieurs données relatives à sa personne. La note d'information doit ainsi mentionner l'identité de l'initiateur⁸¹⁸, et être accompagnée d'un document distinct, détaillant les caractéristiques financières, juridiques et comptables de l'offrant⁸¹⁹. L'instruction AMF n° 2007-06 précise que ces informations dépassent le seul domaine d'activité de l'initiateur et regroupent également la structure de son actionnariat et l'identité du groupe auquel il appartient⁸²⁰.

Apprécier le projet déposé suppose enfin de connaître les orientations qu'entend poursuivre l'initiateur en cas de succès de l'opération. Il lui revient alors de préciser ses intentions quant à la politique industrielle et financière des sociétés concernées pour les douze mois à venir ainsi que ses orientations en matière d'emploi et, le cas échéant, ses engagements et intentions spécifiques formalisés lors de la consultation des représentants du personnel de la société cible⁸²¹. Une instruction AMF explicite le contenu de cette rubrique. L'information attendue englobe l'ensemble des données susceptibles de traduire les motifs de l'offre et les fins poursuivies par l'initiateur⁸²². Doivent ainsi être mentionnés les modifications d'activité de la société ou de l'initiateur, le cadre du rapprochement des deux entités, tout changement important des conditions d'emploi, notamment les plans stratégiques de l'initiateur pour les deux entités et les répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité des sociétés, l'organisation du nouvel ensemble au niveau industriel et au niveau de ses instances dirigeantes, les avantages d'une telle opération, les synergies

⁸¹⁸ Art. 231-18 1° RG AMF.

⁸¹⁹ Art; 231-28 RG AMF.

⁸²⁰ Art. 5 Instr. DOC n°2006-07, *préc.*

⁸²¹ Art. 231-18 3° et 4° RG AMF.

⁸²² Art. 2 Instr. DOC n°2006-07, *préc.*

potentielles, ou encore la perspective éventuelle d'une fusion⁸²³. Pour que le marché puisse avoir conscience de l'ensemble industriel que pourrait bâtir l'initiateur si son offre se trouvait être couronnée de succès, la réglementation exige enfin que la note d'information mentionne l'engagement éventuel de déposer une offre sur la totalité des titres de capital des sociétés qui constituent un actif essentiel de la société visée⁸²⁴. À l'issue de l'offre publique, si l'initiateur a acquis le contrôle de la société, il devra rendre compte au comité social et économique de cette société de la manière dont il a mis en œuvre les déclarations d'intention au cours du sixième, du douzième et du vingt-quatrième mois suivant la clôture de l'offre⁸²⁵. Cette obligation de compte-rendu pourrait théoriquement mener à une action en responsabilité en cas de contradictions entre les intentions déclarées et les décisions prises⁸²⁶.

La vision de l'offrant n'est pas la seule qui a vocation à être dévoilée au marché. Pour éclairer le plus objectivement possible les détenteurs de titres sur l'opportunité de l'offre, d'autres avis doivent être diffusés au public afin de faire naître un débat contradictoire⁸²⁷. C'est d'abord l'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de l'initiateur sur l'intérêt de l'offre et ses conséquences pour l'initiateur, ses actionnaires et ses salariés, qui doit figurer dans la note d'information. Une information similaire est attendue de la part du conseil d'administration ou de surveillance de la société cible, qui devra préciser l'intérêt de l'offre et les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés⁸²⁸. L'instruction AMF exige à ce titre que toutes les modalités entourant l'élaboration de l'avis soient précisées dans la note en réponse⁸²⁹. Enfin, l'avis du comité social et économique de la société visée devra figurer au sein de la note en réponse accompagné, le cas échéant, du rapport de l'expert-comptable mandaté par ce comité⁸³⁰.

⁸²³ Évidemment, lorsque l'offre est déposée par un actionnaire déjà titulaire du contrôle de la société visée, il fait peu de sens d'exiger une information aussi exhaustive, à moins que ledit actionnaire entende mettre en œuvre une nouvelle stratégie, auquel cas celle-ci devra être communiquée au marché (Art. 2 Instr. DOC n°2006-07, *préc.*). De la même façon, si l'actionnaire de contrôle entend réaliser un retrait obligatoire, la note d'information n'aura pas à livrer autant de détails quant aux objectifs poursuivis (Art. 8 Instr. DOC n°2006-07, *préc.*). L'exemption fait sens : les conséquences recherchées par la mise en œuvre du retrait obligatoire éclairent à elles seules les intentions de l'initiateur.

⁸²⁴ Art. 231-18 8° RG AMF.

⁸²⁵ Art. L.2312-51 Code trav.

⁸²⁶ COB, *Rapport annuel* 1987, p.133 ; B. TEYSSIE, « L'offre publique d'acquisition dans le droit du comité social et économique », *JCP S* 2022, 1224, *spéc.* n°28) Cette action en responsabilité aura toutefois peu de chance d'aboutir (F. BARRIÈRE, C. de REALS, « La loi Florange : une loi anti-OPA ? », *Rev. Soc.* 2014, p.279, *spéc.* n°46).

⁸²⁷ J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE, et alii, *Lamy droit du financement*, *op cit.*, n°2180.

⁸²⁸ Art. 231-19 4° RG AMF.

⁸²⁹ Art. 3 Instr. DOC n°2006-07, *préc.*

⁸³⁰ Art. 213-19 3° *bis* RG AMF.

B. Les chances de succès de l'offre

245. La transparence et les probabilités de réussite de l'offre. Si la transparence entourant le contenu de l'offre assure à ses destinataires de pouvoir évaluer au mieux la sollicitation qui leur est faite, une information d'une autre nature est toute aussi essentielle. Elle tient aux chances de réussite de l'offre. La probabilité de succès d'une offre, difficile à appréhender en ce qu'elle évolue au cours du temps, constitue un élément primordial pour la bonne information du marché. Elle représente d'abord une information importante pour l'initiateur. En effet, son comportement dépendra de ses chances de réussite : alors qu'un offrant dont la probabilité de succès est élevée ne sera pas encouragé à modifier la contrepartie qu'il a fixée, une faible probabilité de réussite incitera l'offrant à surenchérir sur son offre initiale voire, si les circonstances le permettent, à y renoncer. Les chances de succès de l'opération constituent ensuite une information essentielle pour ses destinataires. C'est en fonction de cette donnée qu'ils pourront réaliser divers arbitrages sur le marché, en décidant d'acquérir de nouveaux titres, de céder ceux qu'ils possèdent sur le marché ou de les apporter à l'offre. Les probabilités de réussite de l'opération représentent enfin une information précieuse pour toute personne intéressée par le sort de la société visée, qui peut voir dans la réussite probable de l'offre une opportunité ou au contraire, un danger contre lequel il convient de lutter, en déposant par exemple une offre concurrente. Dès lors, et même si les chances de réussite de l'offre constituent une donnée changeante qui ne peut jamais être déterminée avec certitude, plusieurs règles imposent de publier des informations qui, chacune à leur façon, permettent au marché d'anticiper les chances et le taux de succès d'une offre⁸³¹.

246. Éléments susceptibles d'avoir une incidence sur le succès de l'offre. Trois dispositifs assurent la diffusion d'éléments susceptibles d'avoir une incidence directe sur la réussite d'une offre publique.

Le premier figure à l'article L.22-10-11 du Code de commerce. Cette disposition impose aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé de faire figurer dans leur rapport de gestion dix données lorsqu'elles sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique. Doivent être mentionnés : la structure du capital de la société, les restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses contractuelles prévoyant des conditions préférentielles de cession ou

⁸³¹ L'intérêt qui s'attache à anticiper le succès de l'offre est plus limité lorsque l'offre est déposée par un actionnaire qui détient déjà la majorité du capital de la société visée, comme ce peut être le cas en présence d'une offre publique simplifiée, d'une offre de retrait ou d'un retrait obligatoire. Mais si la problématique relative au succès de l'offre est secondaire, encore que l'offrant puisse échouer à remplir les conditions attachées à son offre ou la voir déclarée non conforme par l'AMF, anticiper le taux de réussite de l'offre demeure primordial pour la correcte information du public.

d'acquisition d'actions de la société, les participations directes ou indirectes dans le capital de la société dont elle a connaissance, la liste des détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci, les mécanismes de contrôle prévus en cas de système d'actionnariat du personnel, 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, les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la société, les pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions, les accords conclus par la société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, et enfin les accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique. Loin de procéder à un simple inventaire, le rapport de gestion doit présenter et expliquer en quoi les données visées pourraient avoir une incidence dans le cadre d'une offre. Communiquées préalablement à toute offre, ces données doivent aussi figurer au sein de la note en réponse à l'offre et, le cas échéant, être actualisées à la date de l'offre⁸³². Leur publicité permet de déterminer à tout moment le caractère « opérable » d'une société cotée.

247. Les deux autres dispositifs n'ont vocation à jouer qu'une fois la procédure d'offre lancée. L'un figure à l'article 231-5 du RG AMF. Il exige de porter à la connaissance des personnes concernées par l'offre, de l'AMF et du public « toute clause d'accord conclu par les personnes concernées par l'offre, ou leurs actionnaires, susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue ». Ces clauses, qui sont susceptibles d'être relativement nombreuses⁸³³, devront figurer au sein des documents d'information qui accompagnent l'offre⁸³⁴. Si à raison de la date de conclusion de l'accord, les clauses n'ont pas pu être révélées au public, les signataires seront alors tenus de publier un communiqué précisant la teneur de ces clauses⁸³⁵. Le dernier dispositif est régi par les articles 231-46 et 231-47 du RG AMF. Suivant une logique proche de celle des franchissements de seuils, ces dispositions renforcent les déclarations auxquelles sont tenues les personnes qui réalisent des opérations sur les titres visés par une offre. L'article 231-46 impose à l'initiateur, à la société visée, aux personnes ou entités agissant de concert avec l'un ou l'autre, aux membres de leurs organes d'administration, de surveillance et de direction, aux personnes ou entités détenant seules ou de concert au moins 5 % du capital ou des droits de vote de la société visée, et enfin

⁸³² Art. 223-19 2° RG AMF.

⁸³³ Sur les clauses couvertes v. D. OHL, « Les pactes d'actionnaires à l'épreuve du droit boursier », *préc.*, p.324-325.

⁸³⁴ Art. 231-18 et 231-19 RG AMF.

⁸³⁵ Art. 231-5 RG AMF.

aux personnes qui, seules ou de concert, depuis le début de la période d'offre ou de pré-offre, ont accru leur détention d'au moins 1 % du capital de la société visée, de déclarer toute opération ayant pour effet de transférer la propriété des titres visés par l'offre ou de ceux remis en échange en cas d'offre d'échange. Cette information, qui doit être communiquée au public⁸³⁶, contient notamment l'identité du déclarant et de l'entité qui le contrôle, le prix auquel l'opération a été réalisée et le nombre de titres et de droits de vote possédés à l'issue de l'opération⁸³⁷. En complément de ces données qui permettent déjà au public de cerner les réactions que suscite l'offre et l'intérêt que le marché lui porte, l'article 231-47 ajoute qu'à l'exception de l'initiateur, toute personne qui viendrait à accroître, depuis le début de la période d'offre ou de pré-offre, le nombre d'actions en sa possession d'au moins 2 % du capital de la société visée, ou qui augmenterait sa participation alors qu'elle est déjà égale à 5 % du capital ou des droits de vote, devra immédiatement déclarer à l'AMF les objectifs qu'elle poursuit au regard de l'offre en cours, et notamment si elle a l'intention de continuer ses acquisitions ou d'apporter ses titres à l'offre. Ces informations sont ensuite portées à la connaissance du public⁸³⁸. Afin de permettre au marché d'anticiper le plus fidèlement possible les suites de la procédure d'offre, la réglementation impose que tout changement d'intention postérieur à la déclaration soit communiqué⁸³⁹. La Commission des sanctions n'hésite pas à rappeler l'importance de ces règles et à sanctionner avec une particulière sévérité le manquement aux déclarations prévues aux articles 231-46 et 231-47 du RG AMF⁸⁴⁰.

248. Autres éléments susceptibles de faciliter l'offre ou de faire obstacle à sa réussite. Au-delà de l'information communiquée par le biais des dispositifs précédents, le droit des offres exige également de l'initiateur et de la société visée qu'ils communiquent d'autres éléments susceptibles de faciliter l'offre ou de faire obstacle à sa réussite. Si ces obligations contribuent à accroître la transparence dans le contexte d'une offre, certaines se recoupent néanmoins avec les informations délivrées par les dispositifs précités.

Les premières informations obligatoires incombent à l'initiateur. Pour offrir une présentation objective des chances de succès de l'offre, la note d'information doit préciser le nombre et la nature des titres de la société visée qu'il détient déjà, directement, indirectement

⁸³⁶ Art. 231-47 RG AMF.

⁸³⁷ Art. 231-45 II RG AMF.

⁸³⁸ Art. 231-47 RG AMF.

⁸³⁹ Art. 231-46 RG AMF.

⁸⁴⁰ AMF, Com. Sanct., SAN-2020-04, 17 avr. 2020, *préc.*, n°93 ; SAN-2022-09, 11 juill. 2022, *préc.*, n°123, n°132-133.

ou de concert, ou qu'il peut détenir à sa seule initiative⁸⁴¹. Il lui revient aussi de révéler l'existence de tout accord relatif à l'offre, auquel il est partie ou dont il a simplement connaissance, ainsi que l'identité et les caractéristiques des personnes avec lesquelles il agit de concert et de toute personne agissant de concert avec la société visée⁸⁴². Enfin, l'initiateur doit communiquer l'ensemble des éléments susceptibles de compliquer la réussite de l'opération. À ce titre, la note d'information doit indiquer, lorsque le seuil légal de caducité de l'offre est applicable, le nombre d'actions et de droits de vote que ce seuil représente à la date du dépôt de l'offre⁸⁴³. Il doit également être fait mention des conditions qui affectent l'offre, telles que l'existence d'un seuil de renonciation conventionnel, d'offres liées, de conditions propres au contrôle des concentrations ou relatives à l'autorisation d'émission des titres en cas d'offre d'échange⁸⁴⁴.

Les secondes échoient à la société visée par l'offre. Afin de parfaire l'information délivrée au marché, il lui revient de rendre public tout obstacle déployé pour faire échec à l'offre. La note en réponse doit ainsi préciser les mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre⁸⁴⁵. Dans l'hypothèse où ces mesures ne seraient pas envisagées au stade de la diffusion de la note en réponse, mais viendraient à l'être ultérieurement, la réglementation oblige à publier un communiqué pour en informer le marché. Enfin, la réglementation impose à la société visée de rendre publiques les clauses statutaires qui influent sur la réussite de l'opération⁸⁴⁶, soit en ce qu'elles suspendent les restrictions touchant aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote en période d'offre⁸⁴⁷, soit en ce qu'elles garantissent la prise effective du contrôle par l'initiateur en cas de franche réussite de l'offre⁸⁴⁸.

249. Synthèse. Le principe de transparence ne permet pas seulement de détecter et d'anticiper les prises de contrôle. L'analyse statique de la réglementation des offres révèle que les règles qui constituent la traduction de ce principe ont aussi pour but d'éclairer la prise de décision en période d'offre en permettant à tous les acteurs d'agir conformément à leurs intérêts respectifs. Pour fournir cet éclairage, le droit des offres impose de fournir au public différents éléments qui permettent d'appréhender le contenu de l'offre déposée et ses chances

⁸⁴¹ Art. 231-18 2° c) RG AMF.

⁸⁴² Art. 231-18 6° RG AMF.

⁸⁴³ Art. 231-18 2° h) RG AMF.

⁸⁴⁴ Art. 231-18 2° d) RG AMF.

⁸⁴⁵ Art. 231-19 RG AMF.

⁸⁴⁶ Art. L.233-40 Code com.

⁸⁴⁷ Art. L.233-35, L.233-36 et L.233-37 Code com.

⁸⁴⁸ Art. L.233-38 et L.233-39 Code com.

de succès. Un important flux de données est alors transmis au marché par le biais de nombreuses obligations d'information mises à la charge d'une pluralité de débiteurs.

§.2 La présentation dynamique de la réglementation des offres

250. Présentation dynamique d'une branche du droit. Contrairement à l'analyse statique qui considère comme fini l'objet dont elle rend compte, la présentation dynamique s'inscrit dans le temps. Elle conçoit son objet d'étude comme un sujet en évolution. Une approche dynamique permet alors de rendre compte des mouvements qui affectent une matière, d'étudier les orientations qui ont guidé son élaboration et d'observer si les principes sur lesquels elle s'est construite se sont, au fil du temps, renforcés, affaiblis ou transformés.

251. Annonce. L'analyse dynamique révèle que la transparence s'est imposée avec toujours plus d'intensité au fil des années. Ce renforcement, qui a contribué à perfectionner l'information délivrée au marché en période d'offre, s'est exprimé à deux niveaux : d'abord par l'augmentation de la quantité d'informations délivrées au marché (**I**), ensuite par l'amélioration de la qualité de ces informations (**II**).

I. L'augmentation de la quantité d'informations délivrées

252. L'augmentation de la quantité d'informations fournies. La simple comparaison de l'information exigée par le règlement n° 89-03 de la COB avec celle requise par l'actuel règlement général de l'AMF suffit à constater l'augmentation des informations délivrées en période d'offre. L'ancien Règlement COB exigeait déjà que la note d'information de l'initiateur précise l'identité et les caractéristiques de l'initiateur, ses intentions pour les 12 mois à venir quant à la politique industrielle, financière et sociale des sociétés concernées, la contrepartie proposée en précisant les éléments retenus pour servir de base à sa détermination, le nombre de titres qu'il s'engage à acquérir et, le cas échéant, de titres présentés à l'offre en deçà duquel il se réserve la faculté de renoncer à l'opération, le nombre de titres de la société visée qu'il détient, les conditions de financement de l'opération et leurs incidences sur les actifs, l'activité et les résultats des sociétés concernées, les accords relatifs à l'offre auxquels il est partie ou dont il a eu connaissance, et enfin l'identité des personnes avec lesquelles il agit de concert⁸⁴⁹. Le Règlement AMF a non seulement repris chacune de

⁸⁴⁹ Art. 7 anc. Règl. COB n°89-03.

ces rubriques pour les préciser, mais a également ajouté de nombreux éléments à cette liste⁸⁵⁰. L'observation vaut aussi pour la note en réponse, dont le nombre de rubriques a doublé depuis 1989⁸⁵¹. Le constat de l'augmentation de la quantité d'informations à fournir n'est d'ailleurs pas nouveau. Des auteurs ont déjà relevé que les différentes innovations législatives qui se sont succédé ont toujours eu pour but de renforcer la quantité d'information délivrée au marché⁸⁵². Pour illustrer ce mouvement, l'évolution dynamique de plusieurs dispositifs sera étudiée. Par souci de synthèse et parce que l'observation n'est pas originale, seules les illustrations les plus caractéristiques seront présentées.

253. Les déclarations de franchissement de seuils. L'illustration la plus flagrante de l'augmentation de la quantité d'informations délivrées au marché réside dans le dispositif des franchissements de seuils. En moins d'un demi-siècle, le législateur a élargi aussi bien la quantité de seuils à déclarer, le nombre de personnes tenues à déclaration, que la nature des titres à prendre en compte.

S'agissant d'abord des seuils donnant lieu à déclaration, la première ébauche de réglementation, issue d'une recommandation COB en date du 4 janvier 1977, incitait seulement les sociétés à notifier à l'autorité toute prise de participation de 10 %, tout changement substantiel dans la composition de leur actionnariat et d'indiquer au sein de leur rapport annuel l'identité des actionnaires possédant 5 % ou plus de leur capital en précisant la part de chacun d'eux⁸⁵³. Quatre années plus tard, une décision générale de la COB du 17 mars 1981 reprit cette recommandation en demandant aux actionnaires de déclarer tout franchissement à la hausse du seuil de 10 % du capital d'une société cotée⁸⁵⁴. La loi du 12 juillet 1985 étendit l'obligation aux franchissements des seuils du dixième, du tiers et de la moitié du capital des sociétés par actions⁸⁵⁵. Les lois ultérieures vinrent adjoindre de nouveaux seuils à ceux préexistants afin de renforcer la transparence des opérations financières, déjà recherchée à l'époque⁸⁵⁶. La loi du 17 juin 1987 ajouta les seuils de 5 % et

⁸⁵⁰ Art. 231-18 et 231-27 RG AMF.

⁸⁵¹ Comp. art. 11 de l'anc. Règl. COB n°89-03 avec les art. 231-19 et 231-27 du RG AMF.

⁸⁵² L. FAUGÉROLAS, S. SABATHIER, « Est-il à nouveau nécessaire de réformer les offres publiques d'acquisition ? » *op cit.*, n°9 ; M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain. De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, *op cit.*, n°305.

⁸⁵³ COB, *Rapport annuel 1977*, p.18.

⁸⁵⁴ COB, *déc. générale relative aux informations à fournir lors de l'acquisition d'une participation significative dans une société dont les actions sont inscrites à la cote officielle ou au compartiment spécial du marché hors cote du 17 mars 1981*, Arr. min. 1^{er} avr. 1981, JO 10 avr. 1981, p.3659.

⁸⁵⁵ Loi n°85-705 du 12 juill. 1985 relative aux participations détenues dans les sociétés par actions, JO 13 juill. 1985, p.7918.

⁸⁵⁶ Y. REINHARD, « Prise de participation. Obligation d'information. Loi sur l'épargne », *RTD Com.* 1987, p.519 et s., *spéc.* p.520.

20 % du capital et introduisit la faculté de prévoir des seuils statutaires complémentaires⁸⁵⁷. La loi du 2 août 1989 compléta la liste en ajoutant le seuil des deux tiers du capital⁸⁵⁸. Neuf années plus tard, la loi du 2 juillet 1998 doubla les seuils à déclarer en prévoyant que les déclarations devaient désormais porter sur les franchissements de seuils en capital et en droit de vote en cas de divergence entre ces deux seuils⁸⁵⁹. Les seuils de 15 %, 25 %, 90 % et 95 % du capital et des droits de vote furent introduits en 2005⁸⁶⁰. Enfin, en 2010, le seuil de 30 % du capital et des droits de vote s'ajouta à celui du tiers afin de le faire correspondre au fait générateur de l'offre obligatoire⁸⁶¹. En comparaison du seuil de 10 % du capital qui figurait initialement au sein de la décision générale de 1981, ce sont désormais 22 seuils qui se trouvent visés à l'article L.233-7 du Code de commerce.

Le cercle de personnes tenues à déclaration s'est également considérablement élargi. Alors que la loi de 1985 imposait seulement aux personnes physiques ou morales détenant une participation équivalente à un des seuils visés par la réglementation de procéder à une déclaration⁸⁶², le législateur est progressivement venu grossir les rangs des personnes soumises à déclaration : en 1989 d'abord, en ajoutant la notion d'action de concert au sein du dispositif⁸⁶³, en 2015 ensuite, en précisant que les personnes possédant indirectement une participation égale aux seuils considérés étaient aussi tenues de procéder à une déclaration⁸⁶⁴.

Ce sont enfin les instruments dont la détention donne lieu à une déclaration qui se sont multipliés afin de permettre au marché d'évaluer l'influence réelle des déclarants. Initialement circonscrite aux actions détenues en propre par une personne, à celles possédées par les sociétés qu'elle contrôle, à celles détenues en vertu d'un accord avec un tiers ou à celles que l'une des personnes mentionnées ci-dessus était en droit d'acquérir, à sa seule initiative, en vertu d'un accord⁸⁶⁵, la réglementation est venue, par strates successives, élargir les titres à comptabiliser pour le calcul des seuils. Sans présenter toutes les assimilations prévues à l'article L.233-9 du Code de commerce, décrites par d'autres travaux⁸⁶⁶, il suffit

⁸⁵⁷ Loi n°87-416 du 17 juin 1987 *sur l'épargne*, JO 18 juin 1987, p.6519.

⁸⁵⁸ Loi n°89-531 du 2 août 1989, *préc.*

⁸⁵⁹ Loi n°98-546 du 2 juill. 1998 *portant diverses dispositions d'ordre économique et financier*, JO 3 juill. 1998, p.10127.

⁸⁶⁰ Loi n°2005-842 du 26 juill. 2005 *pour la confiance et la modernisation de l'économie*, JO 27 juill. 2005, p.12160.

⁸⁶¹ Loi n°2010-1249 du 22 oct. 2010, *préc.*

⁸⁶² Art. 4 Loi n°85-705 du 12 juill. 1985, *préc.*

⁸⁶³ Art. 17 Loi n°89-531 du 2 août 1989, *préc.*

⁸⁶⁴ Art. 4 Ord. n°2015-1576 du 3 déc. 2015 *portant transposition de la directive 2013/50/UE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé*, JO n°0281, 4 déc. 2015.

⁸⁶⁵ Art. 356-1 Loi n°66-537 du 24 juill. 1966, dans sa rédaction issue de la loi n°85-705 du 12 juill. 1985, *préc.*

⁸⁶⁶ R. ELINEAU, « Franchissement de seuils », *préc.*, n°63 et s. ; P.-H. CONAC, « Franchissement de seuils », *préc.*, n°83 et s.

d'observer que la loi du 2 août 1989 prévoyait quatre hypothèses d'assimilation⁸⁶⁷, et que la réglementation en prévoit désormais neuf, soit plus du double⁸⁶⁸.

254. Les déclarations d'intentions. Une progression similaire peut être observée s'agissant des situations dans lesquelles une personne est tenue de déclarer ses intentions vis-à-vis du contrôle d'une société cotée : le nombre de seuils comme la quantité d'informations à fournir ont augmenté. Initialement, l'article 3 du Règlement n° 88-02 de la COB exigeait seulement de l'acquéreur du cinquième du capital qu'il déclare ses intentions. Un second seuil de déclaration fixé au dixième du capital intégra le Règlement de la COB en 1997⁸⁶⁹. Ces deux seuils furent repris au sein du Code de commerce par loi du 2 juillet 1998. À la suite du rapport Field⁸⁷⁰, l'ordonnance du 30 janvier 2009 ajouta deux seuils supplémentaires, ceux de 15 % et 25 % du capital ou des droits de vote. Complétant le dispositif, la loi dite Warsmann II du 22 mars 2012 imposa aux personnes tenues à déclaration de préciser leurs intentions vis-à-vis des instruments dérivés qu'elles détiennent⁸⁷¹. Parallèlement, le Règlement général de l'autorité ajouta de nouvelles obligations de déclaration. La première fut introduite au sein du Règlement COB n° 2002-04. Elle exigeait de toute personne qui, au cours d'une offre publique, venait à accroître le nombre de titres ou des droits de vote qu'elle possédait d'au moins 2 % de rendre immédiatement publics les objectifs qu'elle poursuivait au regard de l'offre⁸⁷². Transposé à l'article 231-47 du RG AMF et retouché à plusieurs reprises depuis lors, ce dispositif prévoit désormais une obligation supplémentaire. Outre l'actionnaire qui accroît sa participation d'au moins 2 %, le texte impose que tout actionnaire qui détient plus de 5 % du capital ou des droits de vote et procède à une acquisition en période d'offre déclare ses intentions.

Le contenu de ces déclarations d'intention s'est aussi enrichi au cours du temps. Au départ, les articles 356-1 alinéa 7 de la loi du 24 juillet 1966 et 3 du Règlement COB n° 88-02 exigeaient seulement de l'acquéreur qu'il déclare ses objectifs pour les douze mois à venir, qu'il précise s'il envisageait d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir le contrôle de la société concernée, et s'il souhaitait demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance. Pour

⁸⁶⁷ Art. 356-1-2 Loi n°66-537 du 24 juill. 1966, dans sa rédaction issue de la loi n°89-531 du 2 août 1989, *préc.*

⁸⁶⁸ Art. L.233-9 I Code Com.

⁸⁶⁹ Art. 1^{er} anc. Règl. COB n°97-01.

⁸⁷⁰ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, prés. B. Field, oct. 2008, p.22.

⁸⁷¹ Art L.233-7 VII Code com. dans sa rédaction issue de la loi n°2012-387 du 22 mars 2012, *préc.*

⁸⁷² Art. 18 anc. Règl. COB n°02-04.

lutter contre le flou entourant les déclarations effectuées en en pratique⁸⁷³, l'ordonnance du 30 janvier 2009 allongea la liste des mentions requises. Au-delà des informations précitées, les déclarants doivent désormais détailler les modes de financement de l'acquisition des titres, la stratégie qu'ils envisagent de mettre en œuvre vis-à-vis de l'émetteur, leurs intentions quant au dénouement des accords et instruments dérivés qu'ils détiennent, et l'existence ou non d'accords de cession temporaire ayant pour objet les actions et droits de vote de la société concernée⁸⁷⁴. De même, alors que dans sa version d'origine, la réglementation imposait seulement à l'actionnaire qui venait à accroître sa participation d'au moins 2 % de déclarer les objectifs qu'il a l'intention de poursuivre au regard de l'offre⁸⁷⁵, le texte actuel impose désormais de détailler ces informations. L'actionnaire doit préciser s'il agit seul ou de concert puis décrire les objectifs qu'il poursuit au regard de l'offre, et notamment s'il a l'intention de poursuivre ses acquisitions ou d'apporter ses titres à l'offre. L'AMF peut demander toute précision supplémentaire qu'elle jugerait nécessaire⁸⁷⁶.

255. Rapport de gestion et éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre. L'évolution du principe de transparence n'a pas seulement mené à l'extension du champ des dispositifs prévus à l'origine de la réglementation. Au-delà de l'amélioration des dispositifs préexistants, l'impératif de transparence a également donné naissance à de nouvelles règles qui délivrent au public une information plus substantielle. Le dispositif qui figurait à l'ancien article L.225-100-3 du Code de commerce en constitue une illustration. Introduite par la loi du 31 mars 2006, cette disposition constituait une innovation au regard du cadre juridique antérieur et contribuait à parfaire l'information délivrée au marché. Désormais codifié à l'article L.22-10-11 du Code de commerce, le mécanisme impose aux organes de direction des sociétés cotées d'exposer au sein du rapport annuel de gestion différents éléments dès lors qu'ils sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique⁸⁷⁷. L'innovation pérennise ainsi un mouvement déjà commencé, celui d'accroître la transparence dans le contexte des offres⁸⁷⁸.

256. Absence de singularité de la réglementation des offres. Au cours des quatre dernières décennies, l'orientation générale de la réglementation a abouti à nettement augmenter la quantité d'informations fournies au marché. Ce phénomène n'est cependant pas

⁸⁷³ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, préc.*, p.18 et s.

⁸⁷⁴ Art. L.233-7 VII Code com.

⁸⁷⁵ Art. 18 anc. Règl. COB n°02-04.

⁸⁷⁶ Art. 231-47 RG AMF.

⁸⁷⁷ V. *supra* n°246.

⁸⁷⁸ C. MALECKI, « La loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition et l'information des actionnaires et des salariés », D.2006, p.2314, *spéc.* n°10.

propre au droit des offres et s'inscrit dans un mouvement plus général qui touche l'ensemble des branches du droit des affaires. Il n'est ainsi pas rare de relever que le droit communautaire a, très tôt, mis le cap sur la transparence, et n'a depuis lors jamais dévié⁸⁷⁹. L'observation vaut aussi pour le droit français, où les obligations d'informations financières et extra-financières à la charge des sociétés cotées n'ont eu de cesse de se multiplier : si « l'objectif de transparence était déjà présent dans les préoccupations du législateur de 1966 [...] ; il a été poursuivi avec beaucoup de constance par les législateurs successifs »⁸⁸⁰.

II. L'amélioration de la qualité de l'information délivrée

257. Amélioration de la qualité des informations fournies. De nouveau, l'observation suivant laquelle le mouvement initié par l'impératif de transparence a permis d'améliorer la qualité des informations délivrées au public n'est pas nouvelle⁸⁸¹. Il convient néanmoins d'illustrer le propos en présentant les évolutions qui ont permis de renforcer la lisibilité et le caractère adéquat de l'information fournie en période d'offre.

258. Lisibilité de l'information fournie. L'information délivrée au marché est généralement constituée de données brutes qu'il n'est pas toujours simple d'interpréter. Pour faciliter la compréhension des données factuelles, la réglementation a adjoint à l'information traditionnelle une information plus subjective. Ce mouvement explique le développement des déclarations d'intention qui accompagnent le franchissement de certains seuils⁸⁸². La volonté d'accroître la lisibilité des données fournies au public explique également l'effort déployé par l'autorité de marché pour standardiser l'information diffusée en période d'offre. Parce que la standardisation permet de réduire les coûts liés à la publication des informations et en facilite la compréhension, l'impératif de transparence a mené à l'élaboration de formulaires types. Lorsqu'une personne franchit un des seuils donnant lieu à déclaration en vertu de la réglementation des franchissements de seuils ou de celle propres aux acquisitions en période d'offre, elle est ainsi tenue d'effectuer cette déclaration en respectant la forme d'un modèle type⁸⁸³.

⁸⁷⁹ M. LUBY, « Droit communautaire des sociétés en 2004 : cap sur la transparence ! », *préc.*

⁸⁸⁰ A. COURET, « L'état du droit des sociétés, 50 ans après la loi du 24 juillet 1966 », *Bull. Joly Soc.* juill. 2016, p.433, *spéc.* n°72.

⁸⁸¹ V. par ex. E. GARAUD, *La transparence en matière commerciale, op cit.*, n°251, qui relève que « Développer l'information en qualité et en substance a été la préoccupation dominante de la COB depuis sa création ».

⁸⁸² V. *supra* n°231 et n°232.

⁸⁸³ Art. 231-14 RG AMF.

259. Adéquation de l'information fournie. La qualité de l'information dépend aussi de son adéquation aux fins poursuivies par l'impératif de transparence. L'étude a révélé que dans le contexte des offres, la transparence avait principalement pour objectif d'anticiper les changements de contrôle et de permettre aux différentes personnes intéressées de prendre une décision éclairée vis-à-vis des offres déposées⁸⁸⁴. Dans ces deux domaines, l'adéquation de l'information fournie aux objectifs fixés n'a eu de cesse de se perfectionner.

260. Publicité des clauses de pactes d'actionnaires. C'est notamment la volonté d'améliorer le caractère adéquat de l'information qui explique les évolutions qu'a connues l'obligation de publier les clauses prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions. Créée par la loi du 2 août 1989, cette obligation imposait au départ que toute « convention » conclue entre « des actionnaires » d'une société cotée et comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions soit transmise à l'autorité de marché. Retouchée en dernier lieu par la loi du 1^{er} août 2003⁸⁸⁵, cette disposition figure aujourd'hui à l'article L.233-11 du Code de commerce. Le texte vise désormais toute « clause » d'une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et « portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la société ». Il ajoute qu'à défaut de transmission, les effets de ces clauses sont suspendus en période d'offre publique. Comparativement à la rédaction antérieure, la formulation actuelle apparaît plus adaptée aux buts que poursuit la transparence à un triple point de vue. D'abord, et contrairement à l'ancien dispositif qui faisait écho à la notion d'actionnaire, le texte actuel a supprimé la condition liée à la qualité des signataires de la convention. Cet abandon est heureux. Il permet d'étendre l'obligation de transmission et évite que le mécanisme soit trop facilement contourné en ayant recours à des tiers. Ensuite, la nouvelle rédaction réduit le domaine des clauses sujettes à publicité. Dorénavant, seules les clauses portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la société sont visées par le dispositif. Considération prise des objectifs poursuivis par l'impératif de transparence en période d'offre, la réduction apparaît opportune : elle évite d'alourdir la charge de travail de l'autorité tout en permettant au marché de disposer de l'information qui revêt un réel intérêt, à savoir les conventions qui portent sur un pourcentage du capital suffisant pour exercer une influence sur le contrôle d'une société⁸⁸⁶. Enfin et contrairement à la mouture antérieure, le dispositif actuel n'oblige à révéler que les clauses prévoyant de telles conditions, et non la totalité des conventions qui les contiennent. Ce choix évite la diffusion d'éléments superflus et permet de concentrer

⁸⁸⁴ V. *supra* n°224 et s.

⁸⁸⁵ Art. 46 Loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 *de sécurité financière*, JO n°177, 2 août 2003.

⁸⁸⁶ ANSA, « Observations présentées par l'ANSA sur le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques », Com. spéc., n°3025, 21 mars 2000, p.2.

l'information délivrée sur les seules données permettant d'évaluer la puissance de vote dont est susceptible de disposer le bénéficiaire de conditions préférentielles d'acquisition.

261. Franchissement de seuils, dérogations et refus d'assimilation. Le souhait de parfaire le caractère adéquat de l'information délivrée en matière de franchissement de seuils explique les nombreux ajustements opérés au niveau de l'assiette des instruments à déclarer et des dérogations à l'obligation de déclaration. Comme les développements qui précèdent l'ont rappelé, ce dispositif permet de détecter et d'anticiper les changements de contrôle au sein d'une société cotée. Pour y parvenir, le législateur soumet un large éventail de titres à déclaration et désigne un grand nombre de débiteurs. La loi écarte néanmoins certains titres et exempte plusieurs acteurs de l'obligation de procéder à une déclaration. Ainsi les paragraphes IV et V de l'article L.233-7 du Code de commerce prévoient diverses dérogations à l'obligation de déclaration. À l'exception de celle purement technique qui figure au paragraphe V 2° de l'article, l'ensemble de ces dérogations sont issues d'une même logique : elles visent à écarter l'application de la réglementation en faveur d'acteurs ou d'activités qui excluent, en eux-mêmes, toute volonté de prendre le contrôle d'une société⁸⁸⁷. Ces dérogations permettent de garantir que l'information fournie au marché est adéquate à la *ratio legis* des franchissements de seuils. L'idée n'est pas différente s'agissant des exceptions à la règle de l'assimilation fixée à l'article L.233-9 du Code de commerce. Le II de l'article, qui résulte de la transposition de la directive transparence⁸⁸⁸, prévoit deux exceptions au principe d'assimilation. Si la première concerne les actions détenues par différents organismes de placement collectif et que la seconde vise les titres qui figurent dans un portefeuille géré par un prestataire de services d'investissement, toutes deux s'expliquent par le fait que ces acteurs n'exercent aucune réelle influence sur le contrôle d'une société cotée. En effet, si les conditions posées à l'article 223-12 du RG AMF sont réunies, les organismes de placement collectif et prestataires de service d'investissement exercent les droits de vote attachés aux actions au profit exclusif de leurs clients. Il apparaît dès lors cohérent que les actions détenues par ces acteurs échappent au champ de l'assimilation légale prévue à l'article L.233-9 du Code de commerce, puisqu'une telle agrégation ne refléterait pas l'influence des organismes et prestataires dans le capital de l'émetteur, influence qui constitue l'objet des déclarations de franchissement de seuil⁸⁸⁹. Par le biais de ces exclusions,

⁸⁸⁷ L'exposé des motifs de la loi n°2005-842 du 26 juill. 2005 *pour la confiance et la modernisation de l'économie* observe que les activités exemptées excluent « toute volonté d'influencer la stratégie d'une entreprise, comme les activités d'arbitrage et de négociation pour compte propre des entreprises d'investissement dans leur portefeuille de négociation ».

⁸⁸⁸ Art. 12 4° et 5° Dir. 2004/109/CE, 15 déc. 2004, *préc.*

⁸⁸⁹ M. LOY, « La réforme du régime juridique des déclarations de franchissement de seuils, loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie », *JCP E* sept. 2005, 1285, n°9 ; Th. BONNEAU, « La réforme 2005 des franchissements de seuils », *Bull. Joly Bourse* nov. 2005, p.694, *spéc.* n°20; R. ELINEAU, « Franchissement de seuils », *préc.*, n°103.

le législateur rend plus adéquate l'information fournie et améliore ce faisant la qualité de celle-ci.

262. Conclusion de Section. L'analyse statique du droit des offres révèle que les règles construites en considération de l'impératif de transparence poursuivent deux finalités distinctes et complémentaires. La première est de retranscrire l'évolution des participations au sein des sociétés cotées et d'anticiper les changements de contrôle. Essentielle, cette finalité constitue le préalable nécessaire à l'application effective de la réglementation des offres. Une fois cette tâche accomplie, les dispositions visent à assurer aux différents acteurs intéressés par l'offre déposée, au premier rang desquels figurent les actionnaires de la société visée, qu'ils disposeront des informations nécessaires à la prise de décisions éclairées. Cette approche a été complétée par une analyse dynamique qui a fait ressortir les mouvements qui ont traversé la réglementation des offres depuis sa genèse. En la matière, l'orientation est claire : le cadre juridique n'a eu de cesse de se perfectionner afin de garantir une plus grande transparence autour des offres publiques. Deux tendances ont pu être observées. La première suit un mouvement commun à l'ensemble du droit des affaires. Elle est relative à la multiplication des données transmises. L'accroissement des informations dues dans le cadre des franchissements de seuils, des déclarations d'intentions, des rapports ou des notes diffusées en cours d'offre en porte le témoignage. La seconde découle de l'augmentation des informations transmises au marché et des risques que ce mouvement emporte pour l'intelligibilité des données. Conscient de la difficulté croissante à interpréter les informations délivrées au marché, le législateur a tâché d'améliorer la qualité de l'information délivrée. Des efforts ont été fournis pour rendre l'information plus lisible et adéquate aux finalités que la transparence poursuit dans le contexte des offres.

Section 2. La fonction didactique du principe de protection

Comme le principe de transparence, le principe directeur de protection irrigue la kyrielle de dispositions techniques qui encadrent le déroulement des offres. Il revêt de ce fait la même fonction didactique. Par l'intermédiaire de ce principe, il apparaît possible de compléter la démarche initiée avec le principe de transparence et d'opérer la synthèse du second versant de règles qui régissent les offres publiques.

263. Annonce. Suivant la même grille d'analyse que celle précédemment retenue, la présentation statique de la réglementation des offres à l'aune du principe de protection permettra de dégager les principales orientations du droit positif (§1), tandis que la présentation dynamique rendra compte des évolutions qui ont traversé cette branche du droit depuis sa création (§2).

§1. La présentation statique de la réglementation des offres

264. Annonce. Écart fait des dispositions dédiées à garantir la transparence sur le marché et qui poursuivent une fin plus vaste que la seule protection d'intérêts catégoriels, les autres règles qui composent la réglementation des offres sont principalement tournées vers un objectif de protection des actionnaires minoritaires. Cette volonté de sauvegarder les intérêts des minoritaires constitue à la fois le fait générateur des offres publiques (I) et le fondement des règles qui encadrent leur déroulement (II).

I. La protection, fait générateur des offres

265. Annonce. La volonté de préserver les intérêts minoritaires constitue le fait générateur des offres publiques⁸⁹⁰. Les différentes offres publiques s'expliquent ainsi par le souhait de protéger les actionnaires vis-à-vis des changements de contrôle de leur société (A) et contre certaines conséquences susceptibles de découler de l'exercice du contrôle (B).

⁸⁹⁰ Si cette finalité de protection est au cœur des offres publiques qui suivent la procédure normale, des offres de retrait et de la plupart des offres publiques simplifiées dont l'AMF a connaissance, elle est plus accessoire s'agissant de certaines offres qui figurent à l'article 233-1 du RG AMF. Ces offres, qui n'ont pour certaines jamais été utilisées (v. par ex. l'offre prévue à l'art. 233-1 3° du RG AMF), ont été imaginées afin de faciliter la gestion des titres d'un émetteur et ne reflètent pas la logique suivie dans la quasi-totalité des offres publiques d'acquisition. Aussi, le choix a-t-il été fait de ne les évoquer qu'à la marge du présent raisonnement.

A. La protection à l'égard des changements de contrôle

266. Justification de la protection en cas de changement de contrôle. L'objectif sous-jacent à l'impératif de protection a déjà été révélé : il s'agit de provoquer et de maintenir la confiance du public dans le marché⁸⁹¹. Or, lorsqu'un changement de contrôle affecte une société dont les titres sont admis à la négociation, la confiance du public peut se trouver diminuée du fait des limites inhérentes au concept de marché. En effet, si l'on considère traditionnellement que le marché assure l'allocation optimale des ressources qui y sont négociées, il n'offre toutefois aucune protection particulière aux actionnaires non-contrôlaire. En cas de changement de contrôle, le marché ne leur permet pas de prendre part au choix du nouveau contrôleur, et encore moins d'accéder à la prime de contrôle, ordinairement versée aux seuls cédants du bloc majoritaire. En pratique, le fonctionnement du marché ne permet pas non plus aux minoritaires de céder leurs titres pour exprimer leur désaccord quant au changement de contrôle de leur société : l'offre massive de titre à la vente et la diminution du nombre d'acheteurs entraîneront une chute du cours boursier des titres de sorte qu'une sortie de la société ne pourra se réaliser qu'à des conditions financièrement préjudiciables⁸⁹². Confrontée à ces difficultés et souhaitant offrir un contexte d'investissement attractif pour l'épargne privée, la loi est venue déroger au jeu normal du marché en offrant aux actionnaires une protection accrue en cas de changement de contrôle.

267. Expression de la protection en cas de changement de contrôle : les offres obligatoires. En droit français, cette protection renforcée s'exprime par l'obligation de déposer une offre en cas de changement de contrôle d'une société cotée⁸⁹³. Cette obligation s'explique par la volonté de permettre aux minoritaires de prendre part au changement de contrôle et d'accéder à la prime de contrôle⁸⁹⁴. La sanction édictée par la loi en cas d'absence d'offre déposée révèle la *ratio legis* du dispositif : en neutralisant les droits de vote attachés à la participation détenue au-delà du seuil ayant déclenché l'obligation de déposer une offre, l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier confirme le lien étroit qui existe entre l'obligation d'ouvrir une porte de sortie aux minoritaires et la prise de contrôle. À défaut d'offre, le contrôle ne pourra être pris.

⁸⁹¹ V. *supra* n°208.

⁸⁹² G. LEKKAS, *L'Harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs*, *op cit.*, n°788.

⁸⁹³ N. RONTCHEVSKY, A GAUDEMET, F. BUCHER, « OPA-OPE obligatoires », *préc.*, n°002.

⁸⁹⁴ A. PIETRANCOSTA, J.-F. PRAT, « Offres publiques et droits des sociétés », *op cit.*, n°331 ; J.-P. MARTEL, A. MARRAUD Des GROTTEs, « Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires », in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.317, *spéc.* n°618.

En droit positif, cinq hypothèses déclenchent l'obligation de déposer un projet d'offre. La première concerne le franchissement direct du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société par l'un de ses actionnaires agissant seul ou de concert⁸⁹⁵. La directive OPA éclaire sur la signification du seuil choisi, son article 5 imposant aux personnes titulaires d'un « pourcentage déterminé de droits de vote [...] donnant le contrôle de [la] société » de procéder au dépôt d'une offre afin de « protéger les actionnaires minoritaires de la société visée ». Le seuil retenu traduit ainsi l'idée que la volonté d'acquérir une position d'actionnaire de contrôle entraîne l'obligation de déposer une offre.

La deuxième hypothèse porte sur le franchissement indirect du seuil de 30 %. Ce franchissement indirect peut résulter, d'une part, de la prise de contrôle d'une société française, cotée ou non, qui détient elle-même plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée en France⁸⁹⁶ et, d'autre part, du dépôt d'une offre sur une société qui détiendrait plus de 30 % d'une société cotée à l'étranger⁸⁹⁷, chacune de ces hypothèses étant conditionnée par la reconnaissance de la qualité d'actif essentiel de la société située en bas de la chaîne de détention⁸⁹⁸. Le dispositif a pour but d'éviter qu'une prise de contrôle d'une société cotée par le biais du changement de contrôle de sa société mère puisse s'opérer sans prendre en considération les intérêts des actionnaires minoritaires des deux sociétés. Le mécanisme permet à la fois d'étendre les conditions de l'offre obligatoire aux filiales cotées, et assure dans le même temps aux actionnaires de la société mère que leurs participations seront évaluées en considération des sociétés filiales dans lesquelles leur société détient une participation significative⁸⁹⁹.

Un troisième cas d'offre obligatoire existe pour les actionnaires dont la participation se situe entre les trois dixièmes et la moitié du capital ou des droits de vote et qui, en moins de douze mois consécutifs, augmenteraient leur détention en capital ou en droit de vote d'au moins 1 %⁹⁰⁰. Ce cas d'offre obligatoire sanctionne l'« excès de vitesse » d'actionnaires qui renforceraient leur participation trop rapidement⁹⁰¹. Il répond à la même volonté de protéger

⁸⁹⁵ Art. L.433-3 I. Code mon. fin., art. 234-2 RG AMF.

⁸⁹⁶ Art. L.433-3 I Code mon. fin.

⁸⁹⁷ Art. L.433-3 III Code mon. fin.

⁸⁹⁸ Art. L.433-3 III Code mon. fin. Si l'hypothèse de détention indirecte visée au I de cet article ne mentionne pas cette condition, le RG AMF s'y réfère pour permettre à l'acquéreur indirect d'un actif non essentiel d'obtenir une dérogation à l'obligation de déposer une offre (art. 234-9 8° RG AMF).

⁸⁹⁹ G. CARREZ, *Rapport A.N.* n°2342, 25 mai 2005, p.210.

⁹⁰⁰ Art. L.433-3 I Code mon. fin., art. 234-5 RG AMF.

⁹⁰¹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°1650.

les minoritaires lorsqu'un actionnaire consolide brusquement une position qui se situait déjà autour d'une situation de contrôle.

La quatrième hypothèse, née en 2014, fait suite à l'introduction d'un seuil légal de caducité des offres fixé à 50,01 % du capital ou des droits de vote. Elle impose le dépôt d'une offre lorsque l'initiateur d'une précédente offre obligatoire n'a pas réussi, à l'issue de celle-ci, à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société supérieure à la moitié, ou lorsque l'initiateur d'une offre volontaire, détenteur d'une participation située entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote, n'a pas atteint le seuil de caducité au terme de son offre⁹⁰². À défaut d'avoir déposé une nouvelle offre, l'actionnaire concerné ne pourra augmenter sa participation au sein de la société. La volonté du législateur est constante : il s'agit encore de garantir que les minoritaires puissent prendre part au changement de contrôle de leur société.

Enfin, une dernière hypothèse d'offre obligatoire concerne les sociétés cotées sur un marché non réglementé lorsque l'entreprise qui gère le marché en fait la demande, ce qui est le cas d'Euronext Growth. L'article L.433-3 II du Code monétaire et financier impose ainsi aux personnes venant à détenir un bloc de titres représentant au moins 50 % du capital ou des droits de vote d'une société dont les titres figurent sur ce marché de déposer un projet d'offre. L'objectif poursuivi est toujours d'assurer une porte de sortie aux minoritaires en cas de changement de contrôle. La différence entre les pourcentages retenus s'explique par le fait qu'une situation de contrôle est rarement caractérisée avec 30 % du capital ou des droits de vote sur les marchés non réglementés⁹⁰³ et par l'idée, rappelée par l'AMF, que ces marchés doivent se démarquer suffisamment des marchés réglementés pour demeurer attractifs⁹⁰⁴.

268. Les aménagements à l'obligation de déposer une offre. Plusieurs dispositifs prévus en droit français aménagent l'obligation de déposer une offre publique⁹⁰⁵. Ils figurent à l'article 234-4 du RG AMF, qui autorise le franchissement temporaire des seuils générant l'obligation de procéder au dépôt d'une offre, à l'article 234-7 RG AMF, qui envisage trois hypothèses de non-lieu au dépôt, et à l'article 234-9 RG AMF, qui prévoit neuf dérogations à l'obligation de déposer une offre. Ces aménagements procèdent d'une idée commune et s'expliquent par le fait que l'opération envisagée n'entraîne aucun changement de contrôle

⁹⁰² Art. L.433-1-2 III Code mon. fin., art. 234-3 RG AMF.

⁹⁰³ N. RONTCHEVSKY, A GAUDEMET, F. BUCHER, « OPA-OPE obligatoires », *préc.*, n°168.

⁹⁰⁴ AMF, *Consultation de place*, 19 mai 2009.

⁹⁰⁵ Pour une présentation critique de ces aménagements, v. *infra* n°406 et s.

ou que des mécanismes alternatifs protègent déjà suffisamment les intérêts minoritaires⁹⁰⁶. Leur dispersion au sein de plusieurs textes ne préjuge en rien de leur unité intellectuelle : ils contribuent tous à consolider le lien entre protection des intérêts minoritaires et changement de contrôle. Ils font de la sauvegarde des intérêts minoritaires la raison d'être de la mesure de protection que constitue l'offre obligatoire.

269. Les offres volontaires. À rebours des offres obligatoires, les offres volontaires qui suivent la procédure normale sont parfois présentées comme étrangères à la question de la protection des minoritaires. Cette vision s'explique notamment par la différence qui existe entre ces deux procédures s'agissant de la détermination de la contrepartie proposée. Alors que l'offre obligatoire fait bénéficier les minoritaires de la prime de contrôle en leur permettant de céder leurs titres au prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, l'offre volontaire laisse toute latitude à l'initiateur pour fixer le prix. La problématique entre ces deux catégories d'offres peut dès lors apparaître « singulièrement différente »⁹⁰⁷. Pourtant, si des différences existent, elles doivent être relativisées tant les deux procédures se ressemblent plus qu'elles ne se distinguent. Le fait que la prise de contrôle d'une société via la sollicitation publique de ses actionnaires passe nécessairement par une procédure d'offre publique, même lorsque l'initiative est volontaire et n'entre pas dans le champ des offres obligatoires en atteste. Le recours obligé à l'offre volontaire pour tout prétendant au contrôle qui souhaiterait solliciter publiquement les actionnaires garantit en effet, par l'application d'un dispositif extrêmement lourd et contraignant⁹⁰⁸, une protection des intérêts minoritaires largement supérieure à celle offerte par le droit commun.

B. La protection à l'égard de certaines conséquences du contrôle

270. Justification de la protection à l'égard de certaines conséquences du contrôle. Des considérations proches de celles qui sont à l'origine de la procédure d'offre obligatoire ont abouti à l'introduction d'offres publiques de retrait. Les offres de retrait permettent ainsi, lorsque certaines circonstances sont réunies et que la libre négociabilité des titres ne suffit plus à protéger les intérêts des minoritaires, d'exiger le rachat des titres par ceux qui contrôlent la société. Par l'atténuation du risque financier et les garanties qu'elles procurent,

⁹⁰⁶ M. JEANTIN, « L'offre publique sur le marché boursier – Comment se décide une offre publique ? », *LPA* 22 nov. 1995, p.6 et s., *spéc.* p.7-8 ; H. De VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., *op cit.*, n°789 ; D. MARTIN, B. COURTEAULT, « Les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique sur une société cotée », *RTDF* 2008/4, p.78 et s., *spéc.* p.80.

⁹⁰⁷ F. DRUMMOND, Y. SCHMIDT, B. HUSSON, « Le prix dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat, op cit.*, p.379, *spéc.* n°790.

⁹⁰⁸ V. *infra* n°276 et s.

les offres de retrait participent au maintien d'un climat de confiance sur les marchés financiers. La protection offerte rompt néanmoins avec l'approche traditionnelle du droit des sociétés. En contraignant les majoritaires à offrir une porte de sortie aux minoritaires lorsque certaines décisions sociales sont prises, les offres de retrait reviennent sur le choix de la loi de la majorité comme processus décisionnel⁹⁰⁹.

271. Expression de la protection contre certaines conséquences du contrôle : les offres de retrait. La finalité des offres de retrait fait peu de doute. Comme l'a affirmé très tôt la jurisprudence, le mécanisme est « précisément destiné à protéger [les] droits d'actionnaires minoritaires dans une société cotée contre certaines décisions prises par ceux qui la contrôlent »⁹¹⁰. À l'instar des offres obligatoires, les offres de retrait poursuivent le même souci de protection, mais préservent cette fois les minoritaires contre certaines conséquences du contrôle. Les événements à même de justifier le lancement d'une offre publique de retrait sont nombreux. Énoncés aux articles 236-1 à 236-6 du RG AMF et L.433-4 du Code monétaire et financier, ils peuvent être regroupés en deux catégories. Les premiers protègent les minoritaires contre la menace que représente le poids des majoritaires quant à la liquidité de leurs titres. Les seconds prémunissent les minoritaires contre les décisions qui pourraient affecter négativement les conditions et la rentabilité de leur investissement⁹¹¹.

272. Offre de retrait et illiquidité. Les offres régies par les articles 236-1 à 236-4 du RG AMF répondent à une finalité analogue : permettre au titulaire d'un titre devenu illiquide de pouvoir sortir de la société à des conditions satisfaisantes⁹¹². La demande de retrait peut ainsi être initiée par un actionnaire n'appartenant pas au groupe majoritaire lorsque le ou les actionnaires de contrôle détiennent au moins 90 % du capital ou des droits de vote de la société. Cette condition ne suffit toutefois pas à imposer le dépôt d'une offre. Comme l'indique le Règlement général, la demande de retrait est appréciée « au vu notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur »⁹¹³. Le caractère illiquide des titres devra donc être constaté par l'AMF pour que la mise en œuvre d'une offre de retrait puisse être imposée aux majoritaires. La jurisprudence l'a exprimé à plusieurs reprises : ce dispositif « a pour finalité de permettre à l'actionnaire minoritaire dont le titre a perdu sa liquidité sur un marché rendu étroit par le poids relatif des majoritaires, de sortir de la société dans des conditions normales de cours et

⁹⁰⁹ C. RUELLAN, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, op cit., n°746 et 753 ; A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, op cit., n°1535.

⁹¹⁰ CA Paris, 20 nov. 1991, *préc.*

⁹¹¹ J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE et alii, *Lamy droit du financement*, op cit., n°2229.

⁹¹² A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°2315.

⁹¹³ Art. 236-1 RG AMF.

de délai, et [...] n'a pas pour effet de rendre obligatoire la mise en œuvre de l'offre publique de retrait au motif de la seule réunion des conditions formelles ci-dessus rappelées »⁹¹⁴. On notera que ce retrait peut également être initié par l'actionnaire détenteur de 90 % du capital ou des droits de vote⁹¹⁵. L'objectif de protection des minoritaires explique néanmoins que dans une telle hypothèse, l'offre soit toujours facultative pour les minoritaires⁹¹⁶.

273. Offres de retrait et modification significative du contexte d'investissement. Les autres cas de retrait prévus aux articles 236-5 et 236-6 du RG AMF procurent aux minoritaires une protection en cas de changements de nature à influencer sur la rentabilité de leur investissement. Ainsi, la transformation d'une société en SCA impose aux personnes qui contrôlaient la société avant transformation, ou aux associés commandités, de déposer un projet d'offre de retrait⁹¹⁷. La *ratio legis* du dispositif n'est pas difficile à saisir. Parce que la transformation en SCA aboutit à réduire l'influence des minoritaires sur la gestion et les chances d'offres publiques, elle est considérée comme suffisamment importante pour justifier l'ouverture d'une porte de sortie aux minoritaires⁹¹⁸. Les hypothèses prévues à l'article 236-6 du Règlement général, bien que plus diversifiées, procèdent de la même idée. Le texte impose aux majoritaires d'informer l'AMF lorsqu'ils se proposent « de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés » ou qu'ils « décident le principe de la fusion de [leur] société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération des titres de capital ». Une fois informée, l'AMF est alors chargée d'apprécier les conséquences de l'opération envisagée « au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres » avant de décider s'il y a lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait⁹¹⁹. Si la liste dressée par l'article 236-6 n'est pas exhaustive et que la notion de « modification significative » n'est pas définie par le texte, l'examen de la pratique décisionnelle révèle qu'une modification est

⁹¹⁴ Cass. Com., n°94-13.708, 6 mai 1996 ; *Rev. Soc.* 1996, p.802, note P. Le Cannu ; *Dr. Soc.* 1996, comm. 139, obs. H. Hovasse ; *Rev. dr. banc. bourse* juill.-août 1996, p.178, note F.-J. Crédot et Y. Gérard ; *Banque et Droit* juill.-août 1996, p.35, obs. H. de Vauplane et F. Peltier. *Adde* CA Paris, n°2003/03267, 4 nov. 2003, *Bull. Joly Bourse* mai 2004, p.302, note D. Schmidt ; *Rev. dr. banc. fin.* mars 2004, p.98, note P. Portier.

⁹¹⁵ Art. 236-3 RG AMF.

⁹¹⁶ J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE, et alii, *Lamy droit du financement*, op cit., n°2227.

⁹¹⁷ Art. 236-5 RG AMF.

⁹¹⁸ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°2371.

⁹¹⁹ Art. 236-6 RG AMF.

jugée significative en fonction des conséquences qu'elle emporte sur la situation des non-contrôlares. Lorsque les intérêts des minoritaires ne se trouvent pas menacés⁹²⁰, ou que leur protection n'est pas nécessaire, soit qu'elle ait été assurée par d'autres biais⁹²¹, soit que la modification envisagée ait été largement prévisible⁹²², le dépôt d'une offre de retrait ne sera pas imposé. De nouveau, c'est donc bien le souci de protéger les intérêts des non-contrôlares qui constitue le fait générateur des offres de retrait.

274. Le cas de l'offre publique de retrait obligatoire. Le dispositif relatif au retrait obligatoire semble inspiré par une logique différente, et même opposée à celle de protection des minoritaires. Consacré par la loi du 31 décembre 1993 et révisé pour la dernière fois à l'occasion de la loi Pacte⁹²³, ce mécanisme permet à l'initiateur d'une offre publique de se voir transférer les titres non présentés par les actionnaires minoritaires dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la société⁹²⁴.

Si la question de la légalité du retrait obligatoire a été tranchée dès la fin des années 1990⁹²⁵, le procédé, parfois qualifié de mesure d'expropriation pour cause d'utilité privée⁹²⁶, continue à être perçu comme un outil extrêmement avantageux pour les majoritaires. Cette perception mérite d'être nuancée. En effet, malgré l'exclusion des minoritaires à laquelle il aboutit, le retrait obligatoire demeure inspiré par l'impératif de protection. De nombreuses précautions sont prises afin d'encadrer la mise en œuvre de cette procédure et assurer aux minoritaires le versement d'une juste indemnisation⁹²⁷. Le dispositif apparaît comme l'expression d'un juste équilibre entre l'intérêt du marché et la protection des intérêts minoritaires, deux éléments qui participent conjointement au bon fonctionnement

⁹²⁰ Pour des illustrations v. A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°2407 et s.

⁹²¹ Pour une hypothèse dans laquelle les actionnaires minoritaires bénéficiaient déjà, à un autre titre, d'une ouverture de marché v. AMF, déc. n°2010C1123, 2 nov. 2010, *Prodef*.

⁹²² Pour le cas où l'opération avait déjà été annoncée lors de la cotation des actions en bourse ou lors d'une offre publique antérieure v. CMF, déc. n°199C1015, 29 juill. 1999, *Guyanor Ressources* ; AMF *Rapport annuel 2005*, p.108 ; *Rapport annuel 2013*, p.103 et s. *Adde* l'hypothèse où l'évolution consacrée par l'opération justiciable de l'offre de retrait était déjà avérée (CMF, déc. n°203C0811, 27 mai 2003, *Bail Investissement*).

⁹²³ Sur cette révision v. A. GAUDEMET, « La loi PACTE et le droit des offres publiques », *Bull. Joly Bourse* juill. 2019, p.40 ; A. PIETRAN COSTA, « Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait révisés par la loi Pacte », *Rev. Soc.* 2019, p.62.

⁹²⁴ Art. 237-1 RG AMF.

⁹²⁵ CA Paris, 3 juill. 1998, *Géniteau c/ Elyo* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 1998, p.636, note A. Couret ; *JCP E* 1998, 1880, note A. Viandier ; *JCP G* 1999, II, 10008, note J.-J. Daigre ; *RTD Com.* 1998, p.887, obs. Ch. Goyet, N. Rontchevsky et P. Storck ; D.1999, somm., p.257, note Y. Reinhard ; *Rev. Soc.* 1999, p.125, note J.-J. Daigre.

⁹²⁶ V. not. C. LEROY, « Le retrait obligatoire ou l'expropriation des actionnaires minoritaires à la suite d'une offre publique de retrait », *Bull. Joly Bourse* nov. 1994, p.567 ; D. SCHMIDT, « Réflexions sur le retrait obligatoire », *Rev. dr. banc. bourse* nov.-déc. 1999, p.213.

⁹²⁷ V. not. le rôle joué par l'expert indépendant, *infra* n°294 et n°295.

du marché et à son attractivité⁹²⁸. L'offre de retrait obligatoire constitue donc la contrepartie des obligations imposées aux contrôleurs par la réglementation financière, et l'aboutissement du processus d'acquisition du contrôle d'une société cotée, processus contraignant et régi par l'impératif de protection⁹²⁹. Comme l'a relevé un auteur, « La présence nombreuse des minoritaires leur donne droit à un marché sophistiqué. Dès lors que leur nombre se réduit, leur droit au marché qu'ils ne contribuent plus à animer diminue progressivement. L'équilibre se rompt, le marché ne procure plus de fonds, les minoritaires n'honorent plus leurs obligations : ils perdent la légitimité de leur présence tandis que la société gagne le droit à sortir d'un marché qui lui impose des contraintes désormais sans contrepartie »⁹³⁰.

275. Synthèse. Le principe de protection constitue le principal fait générateur des offres publiques. Par l'obligation qui est faite de déposer une offre publique lorsque certains événements sont appelés à se réaliser, la réglementation déroge aux règles traditionnelles du droit des sociétés et pondère le jeu de la loi majoritaire. En leur garantissant une porte de sortie en cas de changement de contrôle ou de modifications du contexte de leur investissement, la réglementation améliore la situation des minoritaires. Cette amélioration s'exprime sur deux terrains : celui du profit, les offres obligatoires ouvrant exceptionnellement aux minoritaires l'accès aux primes de contrôle, et celui des risques, les offres de retrait procurant aux minoritaires le droit, lorsque l'avenir s'obscurcit, de céder leurs titres à des conditions qui diffèrent de celles du marché.

II. La protection, fondement des règles encadrant le déroulement de l'offre

276. Protection des minoritaires et déroulement des offres. Quel que soit son fait générateur, l'encadrement juridique de la procédure d'offre laisse peu de place à la liberté des initiateurs. Les dispositions qui s'appliquent pendant toute la durée de l'offre sont guidées par le souhait de garantir une protection optimale aux actionnaires minoritaires. L'affirmation vaut autant pour les dispositions substantielles qui encadrent la procédure que pour les règles plus techniques, comme celles relatives au calendrier de l'offre, parfois jugées accessoires. S'il peut être tentant d'y voir de la « petite réglementation plutôt que du grand droit »⁹³¹, toutes ces règles répondent, nous le verrons, au même objectif de protection.

⁹²⁸ Y. DENIAUD, *Rapport A.N n°769*, 1993, p.75 ; Adde HCJP, *Rapport concernant la réforme du retrait obligatoire de la cote*, prés. S. Torck, 26 mars 2018, p.3.

⁹²⁹ A. PIETRANCOSTA, J.-F. PRAT, « Offres publiques et droits des sociétés », *op cit.*, n°335.

⁹³⁰ A. JOLY-DESCAMPS, *La protection des actionnaires dans les sociétés cotées*, (dir.) I. Urbain-Parléani, Paris I, 2008, n°566.

⁹³¹ L'expression est de J.-L. BERGEL, « Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative, (Essai de synthèse) », *préc.*, p.2380.

277. Annonce. Le souci de protection des minoritaires irrigue tous les temps de la procédure d'offre. Fait générateur des offres publiques, il explique également les caractéristiques que l'offre doit revêtir (**A**), les règles qui encadrent la fixation de la contrepartie proposée (**B**), et celles qui régissent les modalités de réponse à l'offre (**C**).

A. Les caractéristiques de l'offre

278. Annonce. Les caractéristiques partagées par l'ensemble des offres publiques, que leur dépôt soit volontaire ou contraint, constituent le socle minimal de protection des actionnaires. Le caractère irrévocable des offres (**1**), et l'universalité des titres qu'elles visent (**2**), jouent au principal bénéfice des minoritaires.

1. Le caractère irrévocable de l'offre

279. Irrévocabilité des offres. Le caractère irrévocable des offres n'est prévu que de façon incidente en droit français. Bien qu'il n'y soit pas directement affirmé, il y est fait écho aux articles 231-12, 231-13 et 232-4 du RG AMF et une mention plus explicite figure à l'article 3 1° e) de la directive OPA. L'irrévocabilité de l'offre interdit sa rétractation à compter du dépôt du projet d'offre devant l'AMF⁹³². Elle assure que l'initiateur ne puisse pas revenir sur ses promesses et ruiner les attentes légitimes des destinataires de l'offre. Il fait peu de doute que le caractère irrévocable des offres est motivé par la volonté de protéger les destinataires des offres et, par ricochet, de préserver le marché d'offres fantaisistes⁹³³.

L'interdiction d'assortir de conditions suspensives ou résolutoires les offres déposées partage cette raison d'être. Cette interdiction, dénoncée en ce qu'elle dérogerait au droit commun sans le support d'aucun texte et procéderait d'une confusion entre « irrévocable »

⁹³² CA Paris 13 juill. 1988, *Holophane* ; *Bull. Joly Soc.* 1988, p.682 et p.715, note Y. Sexer ; *JCP E* 1988, II, 15337, note T. Forschbach ; D.1989, jur. 160, note P. Le Cannu ; A.-C. MULLER, *Droit financier, op cit.*, n°683.

Pour une analyse plus nuancée, estimant que contrairement à l'offre obligatoire, l'offre volontaire ne deviendrait irrévocable qu'à compter de la décision de conformité v. H. De VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers, op cit.*, n°791-1 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.* n°972 à n°975 ; A. COURET, H. Le NABASQUE, M.-L. COQUELET et alii, *Droit financier, op cit.*, n°1623. La jurisprudence n'a cependant jamais opéré cette distinction.

⁹³³ O. DOUVRELEUR, « Offres publiques, typologies et caractères », *op cit.*, n°653-654.

et « inconditionnel »⁹³⁴, s'explique par le besoin de rendre l'engagement de l'initiateur aussi définitif que possible vis-à-vis des destinataires de l'offre⁹³⁵. L'asymétrie que cette situation emporte entre les droits et obligations de l'initiateur et ceux des titulaires de titres sollicités suffit à en rendre compte. Alors que l'offrant est tenu par son offre qu'il ne peut, sauf exception, retirer, les destinataires de l'offre disposent eux de la faculté de rétracter leur acceptation⁹³⁶.

280. Garantie du caractère irrévocable de l'offre. La garantie de solvabilité fournie par l'établissement présentateur de l'offre confirme la finalité du mécanisme. En vertu de l'article 231-13 RG AMF, l'établissement présentateur qui agit pour le compte de l'initiateur est tenu de garantir le caractère irrévocable de l'offre. Cette garantie assoit le sérieux de la démarche de l'offrant et protège les actionnaires vis-à-vis d'une éventuelle défaillance de l'initiateur⁹³⁷. Elle incite à participer l'offre⁹³⁸.

281. Exceptions au caractère irrévocable de l'offre. L'irrévocabilité de l'offre pourrait être vue comme une simple expression du droit commun des obligations. En effet, le Code civil pose qu'une offre qui parvient à son destinataire ne peut être rétractée avant l'expiration du délai fixé par l'offrant, ou, à défaut, avant l'issue d'un délai raisonnable⁹³⁹. Mais si l'offre de droit commun et celle qui porte sur les titres d'une société cotée partagent un même objectif de protection des destinataires des offres, l'idée de protection est toutefois plus prégnante en matière d'OPA. La comparaison des exceptions au caractère irrévocable des

⁹³⁴ Les deux notions n'opèrent pas sur le même plan. Une offre peut parfaitement être irrévocable et dans le même temps conditionnée par la réalisation d'un événement objectif et extérieur à la volonté de l'offrant (D. SCHMIDT, « Plafonnement des droits de vote et offre publique d'achat », *Rev. dr. banc. bourse* juill.-août 1994, p.151, *spéc.* note 23 ; A.-C. MULLER, *Droit financier, op cit.*, n°684).

⁹³⁵ D. CARREAU et H. LETRÉGUILLY, « Remarques sur les modifications concernant les offres publiques d'acquisition » *Rev. Soc.* 2001, p.799, *spéc.* n°14, P.-H. CONAC, « L'offre publique d'acquisition conditionnelle » in *Mélanges AEDBF France IV*, *Rev. Banque*, 2004, p.81. Au fil des années, l'autorité de marché et le législateur sont venus assouplir le cadre juridique des offres en admettant qu'une offre puisse être, dans certains cas, assortie de conditions spécifiques. De nouveau, ces exceptions à l'inconditionnalité de l'offre sont liées au souci de protection des minoritaires et à ses limites. Prévu à l'article 231-9 RG AMF, le seuil légal de caducité et l'admission d'une condition relative à la quantité minimale de titres en-deçà de laquelle l'initiateur se réserve la possibilité de renoncer à son offre se comprennent par la finalité des offres qui est de prendre le contrôle d'une société cotée. La faculté qui figure à l'article 231-11 du RG AMF et qui permet de stipuler une condition relative à l'obtention d'une autorisation des autorités de concurrence en matière de concentration s'explique pareillement. Lorsque le contrôle ne se trouve pas menacé, la protection des minoritaires n'est plus nécessaire. Le caractère inconditionnel de l'offre peut dès lors être atténué. Les conditions qui figurent aux articles 231-10 et 231-12 du RG AMF s'expliquent quant à elles par la nécessité de trouver un juste équilibre entre la protection délivrée par la mise en œuvre des offres publiques et le besoin de ne pas entraver plus que de raison les regroupements de sociétés et la création de synergies. La possibilité d'introduire ces conditions évitent ainsi de faire peser des contraintes telles qu'elles décourageraient les opérateurs le lancement d'opérations de restructuration. Sur ces dispositifs, v. *infra* n°323.

⁹³⁶ V. *infra* n°297.

⁹³⁷ P. BÉZARD, *Les offres publiques d'achat, op cit.*, p.64

⁹³⁸ L. FAUGÉROLAS, A. DUPONT-JUBIEN, « Le rôle et les obligations des établissements présentateurs », in *Les offres publiques d'achat, op cit.*, p.493 et s., *spéc.* n°1070 et n°1085.

⁹³⁹ Art. 1116 Code civ.

offres le confirme. Aux termes de l'article 1117 du Code civil, l'offre de droit commun ne connaît que deux hypothèses de caducité. La première a trait à l'expiration du délai de l'offre fixé par son auteur ou, à défaut, d'un délai raisonnable. La seconde concerne les cas d'incapacité et de décès de l'offrant ou du destinataire. La réglementation des offres connaît, elle, plusieurs exceptions qui ne se comprennent qu'à l'aune de l'objectif de protection que poursuit la procédure d'offre. L'article 232-11 du RG AMF permet par exemple à l'initiateur de renoncer à son offre dans un délai de cinq jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Cette renonciation s'explique par la *ratio legis* du principe d'irrévocabilité des offres : la révocation peut intervenir car elle ne lèse pas les actionnaires de la cible, qui bénéficieront toujours, du fait du dépôt d'une offre concurrente, d'une porte de sortie⁹⁴⁰. Dans sa thèse, Madame Anne-Catherine Muller remarque qu'il est difficile de comprendre « en quoi l'arrivée d'un concurrent mieux-disant ouvre droit à rétractation de l'offre initiale. L'irrévocabilité de l'engagement implique le maintien de la volonté telle qu'elle a été manifestée, indépendamment de l'expression d'une volonté divergente postérieure ou même d'éventuelles modifications de l'environnement, contre lesquelles le principe d'irrévocabilité vise précisément à se prémunir »⁹⁴¹. Seule une lecture du dispositif à la lumière du principe directeur de protection fournit une explication pertinente.

De même, si le Règlement général de l'AMF permet à l'initiateur de surenchérir sur son offre initiale⁹⁴² et d'abaisser ou de supprimer le seuil de renonciation à l'offre qu'il a stipulé⁹⁴³, ces contradictions au principe d'irrévocabilité se comprennent de nouveau par la situation favorable qu'elles créent pour les actionnaires destinataires de l'offre⁹⁴⁴.

282. Irrévocabilité et durée de l'offre. La réglementation borne la durée des offres publiques d'acquisition. Considération prise de l'avantage que confère la maîtrise du calendrier à l'initiateur d'une offre, les pouvoirs publics se sont refusés à confier la durée des

⁹⁴⁰ M. JEANTIN, « L'offre publique sur le marché boursier – Comment se décide une offre publique », *préc.*, p.6.

⁹⁴¹ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°189.

⁹⁴² Art. 232-6 RG AMF.

⁹⁴³ Art. 232-7 al.3 RG AMF.

⁹⁴⁴ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1825.

offres au libre arbitre des initiateurs⁹⁴⁵. Cette confiscation du temps au profit de l'autorité de marché vise principalement à protéger les destinataires de l'offre⁹⁴⁶.

En principe, la durée d'une offre publique est au moins égale à 25 jours de négociation à compter de l'ouverture de l'offre⁹⁴⁷. Des durées plus courtes existent pour les offres de retrait et celles qui suivent la procédure simplifiée, ce qui se justifie par le fait que le contrôle de la société ne se trouve pas directement en jeu⁹⁴⁸. En introduisant une durée plancher à l'offre, la réglementation assure à ces destinataires qu'ils disposeront d'un temps suffisant pour évaluer l'adéquation de l'offre à leurs intérêts particuliers. En vertu de l'article 232-2 du RG AMF, la durée de l'offre ne peut en principe excéder 35 jours de négociation à compter de son ouverture. Cette durée maximale permet de réduire la gêne qu'occasionne l'offre pour la société visée et de diminuer l'incertitude entourant son issue. L'introduction d'un plafond temporel aux offres augmente la prévisibilité de leur résultat et facilite en conséquence les projections financières des titulaires de titres visés par l'opération.

Au-delà de la fixation du départ et du terme des offres, l'AMF dispose d'outils supplémentaires pour adapter la durée de la procédure aux événements susceptibles de ponctuer le déroulement de l'opération. L'autorité de marché pourra prononcer l'ouverture d'une période de « pré-offre » lorsqu'une personne porte à la connaissance du public les caractéristiques d'un projet d'offre, ce qui entraînera la mise en œuvre de règles destinées à protéger les minoritaires en encadrant le comportement des acteurs dans l'attente du lancement officiel de l'offre⁹⁴⁹. L'autorité peut également décider du report de la date de clôture afin que les détenteurs de titres visés par l'offre disposent du temps nécessaire pour réagir à un événement particulier, tel qu'un recours contre la décision de recevabilité de l'offre⁹⁵⁰ ou la survenance d'une surenchère⁹⁵¹. Sauf si elle ne connaît pas une suite positive,

⁹⁴⁵ Y. DJEHANE, « Le calendrier des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.451, *spéc.* n°959 et s.

⁹⁴⁶ Dans sa thèse de doctorat, Madame Anne-Catherine Muller défend l'idée que la fixation d'un délai minimal à l'offre « n'a pas pour finalité l'intérêt exclusif de l'actionnaire de la société cible ». L'auteur estime que la durée de l'offre vise plutôt à permettre d'organiser « une compétition autour du contrôle que l'initiateur de l'offre publique d'acquisition ne saurait emporter qu'à l'issue de cette période » (A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°207). Si ce raisonnement est convaincant en ce qu'il n'est pas douteux que la fixation d'un cadre temporel à l'offre n'a pas pour unique objectif de protéger les minoritaires, on ne peut toutefois y souscrire totalement. En effet, les offres publiques simplifiées et de retrait sont assorties d'une durée minimale (art. 233-2 al.3 et 236-7 RG AMF), alors même qu'elles n'organisent aucune compétition autour du contrôle de la société, l'initiateur en étant d'ores et déjà titulaire. C'est dire que l'instauration d'un délai légal des offres a d'abord pour but d'offrir aux minoritaires le temps nécessaire pour effectuer un choix réfléchi.

⁹⁴⁷ Art. 232-2 RG AMF.

⁹⁴⁸ Art. 233-2 al.3 et 236-7 RG AMF.

⁹⁴⁹ Art. 231-2 5° RG AMF.

⁹⁵⁰ En pratique, l'autorité diffère spontanément la date de clôture des offres en cas de recours déposés contre la déclaration de conformité (v. par ex. AMF, déc. n°209C0444, 24 mars 2009, *Léon de Bruxelles* ; déc. n°213C1185, 6 août 2013, *Club Méditerranée*).

⁹⁵¹ Art. 232-8 RG AMF.

toute offre réalisée selon la procédure normale sera automatiquement réouverte dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif⁹⁵². Par ce biais, les actionnaires qui ne seraient pas totalement convaincus par l'opération pourront se retenir d'apporter leurs titres tout en ayant l'assurance, en cas de réussite de l'offre, de pouvoir revenir sur leurs réticences et bénéficier de la contrepartie proposée⁹⁵³. Enfin, et parce qu'une offre qui s'étalerait trop dans le temps gênerait outre mesure la société visée et ses actionnaires, ce que la directive OPA prohibe⁹⁵⁴, la réglementation permet à l'autorité de marché de fixer une limite temporelle aux dépôts des surenchères. Lorsque plus de dix semaines se sont écoulées depuis la publication de l'ouverture d'une offre, l'autorité peut ainsi fixer une date limite pour le dépôt des surenchères⁹⁵⁵, ou mettre en place un dispositif de dernière enchère⁹⁵⁶.

2. Le caractère universel des offres

283. Le principe d'universalité de l'assiette de l'offre. Aux termes de l'article 231-6 du RG AMF, l'offre publique doit viser la totalité des titres de capital et donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée. La prohibition des offres limitées à un certain pourcentage du capital ou des droits renforce la protection offerte aux actionnaires non contrôlaires⁹⁵⁷. Héritée de la réforme opérée à la suite de l'OPA lancée par les Galeries Lafayette sur les Nouvelles Galeries en 1992, la solution interdit le dépôt d'offres partielles qui n'offrent pas une porte de sortie à l'ensemble des destinataires de l'offre. En vertu du Règlement général, l'initiateur d'une offre est donc tenu d'acquérir l'ensemble des titres émis ou susceptibles de l'être au jour du dépôt de l'offre. En effet, et bien que l'article 231-6 du RG AMF soit silencieux quant à la date à laquelle l'obligation qu'il pose doit être appréciée, l'autorité de marché considère qu'une offre doit viser l'ensemble des titres de capital émis ou à émettre au titre d'opérations connues lors du dépôt de l'offre publique⁹⁵⁸. Équilibrée en ce qu'elle n'oblige pas l'initiateur à acquérir des titres dont il n'aurait pu anticiper l'émission, cette solution permet à la société visée de continuer ses opérations en cours sans léser l'intérêt des actionnaires minoritaires⁹⁵⁹.

⁹⁵² Art. 232-4 RG AMF.

⁹⁵³ Y. DJEHANE, « Le calendrier des offres publiques », *op cit.*, n°1000.

⁹⁵⁴ Art. 3 1° f) Dir. 2004/25/CE, *préc.*

⁹⁵⁵ Art. 232-12 RG AMF.

⁹⁵⁶ Art. 232-13 RG AMF.

⁹⁵⁷ J.-M. DARROIS, M.-N. DOMPÉ, « Le contentieux en matière d'offres publiques », *op cit.*, n°162.

⁹⁵⁸ CMF, déc. n°199C0361, 1^{er} avr. 1999, *Strafor Facom*.

⁹⁵⁹ P.-Y. CHABERT, A. COURET, « Les offres de prises de contrôle », in *Les offres publiques d'achat*, *op cit.*, p.275, *spéc.* n°569.

284. Les exceptions au principe d'universalité. Des exceptions au caractère universel des offres existent. Aucune ne heurte la protection des minoritaires. Les exceptions auxquelles le Règlement général fait référence sont propres à quelques offres publiques simplifiées qui visent à retirer du marché certains titres afin de faciliter la gestion des sociétés cotées. L'article 233-4 du RG AMF autorise ainsi à réduire l'étendue des offres portant sur des certificats d'investissement et des certificats de droit de vote en raison des contraintes qui entourent la cession de ces titres, un certificat de droit de vote ne pouvant être cédé qu'accompagné d'un certificat d'investissement ou directement au porteur de ce dernier⁹⁶⁰. La pratique décisionnelle de l'autorité de marché révèle toutefois que d'autres exceptions au principe existent. Toutes s'expliquent par l'absence d'atteinte qu'elles portent à l'impératif de protection. Sont ainsi exclus de l'assiette des offres les titres appelés à devenir caducs durant la période d'offre, ceux déjà détenus par l'offrant ou par des actionnaires qui ne souhaitent pas bénéficier de l'offre ou qui ont souscrit des engagements de non-apport. De même, les titres incessibles n'ont pas à être visés par l'offre, même s'il n'est pas rare que les initiateurs prennent des engagements de liquidité qui permettront aux porteurs de ces titres de les céder à des conditions similaires à celles dont bénéficieront les apporteurs à l'offre⁹⁶¹.

285. Synthèse. Les limites apportées à la libre détermination des caractéristiques de l'offre ont pour vocation première d'offrir une protection optimale aux actionnaires non-contrôlaire et une certaine sécurité au marché. L'irrévocabilité des offres garantit que l'initiateur ne puisse pas revenir sur sa décision. La garantie financière accordée par l'établissement présentateur assure à l'ensemble des actionnaires qui y ont répondu qu'ils pourront obtenir l'entière contrepartie proposée. Le caractère universel de l'assiette des offres garantit enfin que tous les titulaires de titres visés par l'offre puissent profiter de l'opération sans autre limite que la durée de celle-ci.

⁹⁶⁰ Art. L.228-30 al.6 Code com.

⁹⁶¹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°908 et s.

B. La contrepartie proposée

286. Annonce. Les dispositions qui encadrent la détermination de la contrepartie proposée aux destinataires de l'offre sont au cœur du principe de protection. Les règles qui régissent l'établissement du prix ou de la parité d'échange (1) et celles relatives à l'intervention d'un expert indépendant (2) visent à sauvegarder les intérêts pécuniaires des actionnaires non-contrôlares.

1. L'établissement du prix ou de la parité d'échange

287. Contrepartie proposée dans les offres obligatoires d'achat. Les offres obligatoires sont destinées à assurer la protection des minoritaires en cas de changement de contrôle. L'intérêt de ces offres serait toutefois maigre si leur contrepartie pouvait être librement choisie par l'offrant, qui pourrait alors s'exonérer de son obligation en fixant une contrepartie si faible qu'elle en deviendrait dissuasive. Afin d'éviter ce risque, la réglementation s'est construite autour de l'idée selon laquelle tout actionnaire d'une société cotée doit pouvoir bénéficier de la prime de contrôle lorsque celle-ci a été intégrée dans une transaction conduisant à l'obligation de dépôt d'une offre⁹⁶².

Conformément à l'article L.433-3 I alinéa 3 du Code monétaire et financier et 234-6 du RG AMF, le prix d'une offre dont le dépôt est obligatoire doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre. Ce prix plancher peut être revu à la hausse par l'initiateur voire, exceptionnellement, à la baisse, lorsqu'un changement manifeste des caractéristiques de la société cible ou du marché des titres le justifie⁹⁶³. Le dispositif, qui résulte de la transposition de la directive OPA, confère une certaine sécurité à l'offrant, qui peut anticiper et prévoir le prix maximal qu'il devra déboursier pour acquérir la totalité du capital d'une société cible. Il s'avère également protecteur des intérêts minoritaires. Il l'est d'abord en ce qu'il prévoit une période de douze mois pour déterminer le prix le plus élevé, ce qui constitue l'option la plus longue ouverte par le droit européen⁹⁶⁴. Il l'est ensuite en ce qu'il retient le fait générateur à l'origine de l'obligation de déposer une offre comme point de départ, évitant ainsi qu'un initiateur

⁹⁶² J.-J. DAIGRE, « Le prix des offres publiques », *Rev. droit banc. fin.* mars-avril 2002, p.55, *spéc.* n°1 ; F. DRUMMOND, Y. SCHMIDT, B. HUSSON, « Le prix dans les offres publiques », *op cit.*, n°790.

⁹⁶³ L'article 234-6 du RG AMF liste, de façon non-exhaustive, trois hypothèses capables de justifier une déviation par rapport au prix plancher. Pour des illustrations pratiques v. A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1785 et s.

⁹⁶⁴ Art. 5 4° Dir. 2004/25/CE, *préc.*

contourne trop facilement le dispositif en retardant le dépôt de son offre. Il l'est enfin en ce que l'article L.433-3 du Code monétaire et financier précise que le prix doit être déterminé en considérant les acquisitions réalisées par l'auteur de l'offre mais aussi par les personnes agissant de concert avec lui.

288. Contrepartie proposée dans les offres volontaires. En présence d'une offre volontaire suivant la procédure normale, l'initiateur n'est en principe pas titulaire du contrôle de la société visée. Aucune prime de contrôle n'ayant encore été versée, la contrepartie peut être librement fixée par l'initiateur⁹⁶⁵. En l'absence de dispositions spécifiques, l'appréciation opérée par l'AMF ne porte donc pas sur la contrepartie elle-même, que l'initiateur peut déterminer librement, mais sur la cohérence des éléments d'évaluation retenus. Dit autrement, en présence d'une offre volontaire, le contrôle opéré par l'autorité ne porte pas sur le prix, mais sur l'analyse multicritères ayant permis de le dégager⁹⁶⁶. C'est pour cela que le Règlement général de l'AMF impose à l'initiateur de faire figurer, au sein du projet de note d'information, « le prix ou la parité proposés, en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres »⁹⁶⁷ et qu'une instruction détaille avec attention ces critères⁹⁶⁸. En pratique néanmoins, la frontière entre le contrôle du prix et le contrôle des éléments ayant permis de fixer ce prix est ténue. D'aucuns s'interrogent d'ailleurs sur la réelle liberté dont dispose l'initiateur d'une offre volontaire⁹⁶⁹. Le fait que l'AMF ait à se prononcer sur l'information fournie dans le projet d'offre l'autorise à imposer à l'initiateur une méthode d'évaluation spécifique⁹⁷⁰, ce qui pourrait permettre à l'autorité de revenir sur la contrepartie retenue lorsqu'elle apparaîtrait trop éloignée de celle dégagée par la méthode qu'elle préconise⁹⁷¹. La simple éventualité d'un changement de contrôle suffit donc à faire peser sur l'initiateur d'une offre volontaire des contraintes qui se concilient mal avec l'idée de libre fixation du prix⁹⁷². Même lorsqu'aucune prime de contrôle n'est versée et que la liberté de l'initiateur est affirmée, le contrôle opéré assure à chaque destinataire de l'offre une protection minimale en matière de contrepartie.

⁹⁶⁵ AMF, déc. n°210C1225, 30 nov. 2010, *Seloger.com*. Pour une offre déposée au prix de 0,01 € par titres v. AMF, déc. n°212C0269, 15 févr. 2012, *MB Retail Europe*.

⁹⁶⁶ CA Paris, n°2013/15177, 29 avr. 2014, *Club Méditerranée* ; *RTDF* 2014/4, p.49, chron. D. Martin, B. Kanovitch et M. Epelbaum.

⁹⁶⁷ Art. 231-18 2° RG AMF.

⁹⁶⁸ Art. 2 Instr. DOC n°2006-07, *préc.*

⁹⁶⁹ F. DRUMMOND, Y. SCHMIDT, B. HUSSON, « Le prix dans les offres publiques », *op cit.*, n°783.

⁹⁷⁰ Du fait de la combinaison des articles 231-18 et 231-24 4° du RG AMF. L'intervention d'un expert indépendant peut encore renforcer le contrôle opéré par l'autorité de marché, v. *infra* n°295.

⁹⁷¹ A. VIANDIER, OPA OPE et autres offres publiques, *op cit.*, n°942 ; A.-C. MULLER, Droit financier, *op cit.*, n°700.

⁹⁷² F. DRUMMOND, Y. SCHMIDT, B. HUSSON, « Le prix dans les offres publiques », *op cit.*, n°786-787.

289. Les règles propres aux offres d'échange. En présence d'une offre publique d'échange, deux séries de règles relatives aux conditions financières de l'offre s'appliquent. Les premières encadrent l'intervention des personnes concernées par l'offre. Sauf lorsque la société émettrice des titres de capital rémunérant une offre d'échange intervient sur le marché en acquérant ses titres dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, le RG AMF prohibe les interventions sur les titres de la société visée comme sur ceux de la société dont les titres sont proposés en échange⁹⁷³. Par ce biais, la réglementation évite toute manipulation de cours qui pourrait aboutir à diminuer la contrepartie proposée aux actionnaires. D'autres dispositions propres aux offres d'échange garantissent une contrepartie alternative aux destinataires de l'offre. Transposant de manière extensive l'article 5 §5 de la directive OPA, l'article 231-8 alinéa 5 du RG AMF impose à l'offrant de proposer une option en numéraire aux actionnaires de la société visée lorsque les titres « remis en échange ne sont pas des titres liquides admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen »⁹⁷⁴. La *ratio legis* de la règle fait peu de doute : une fois encore, c'est le souci de protection des actionnaires qui commande de proposer des titres liquides en échanges de titres cotés et, à défaut, une contrepartie pécuniaire⁹⁷⁵. L'alinéa 4 du même article impose également de proposer une option en numéraire lorsque l'initiateur, agissant seul ou de concert, a procédé à l'acquisition en numéraire de plus du vingtième du capital ou des droits de vote de la cible dans les douze mois précédant l'offre. L'alternative ici ouverte vise à assurer que les destinataires de l'offre puissent recevoir du numéraire comme les actionnaires qui ont quitté la société l'année précédant le dépôt de l'offre⁹⁷⁶.

290. Le seuil légal de caducité. Au-delà des règles qui touchent à la contrepartie proposée et qui dépendent de la nature de l'offre concernée, certains mécanismes influent indirectement sur les conditions financières des offres. C'est le cas du seuil légal de caducité. Introduit par la loi du 29 mars 2014 à l'article L.433-1-2 du Code monétaire et financier, ce dispositif rend caduque de plein droit toute offre déposée par un initiateur qui ne détiendrait pas, à la clôture de celle-ci, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des

⁹⁷³ Art. 231-41 RG AMF.

⁹⁷⁴ Alors que la directive OPA ne prévoyait cette hypothèse que pour les seules offres obligatoires, le Règlement général de l'AMF l'a étendu à l'ensemble des offres d'échange, volontaires et imposées. Le cadre français se présente alors comme plus protecteur des intérêts minoritaires, ce que la directive européenne admet parfaitement (Art. 3 2° b) Dir 2004/25/CE, *préc.*).

⁹⁷⁵ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1026 ; J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE et alii, *Lamy droit du financement*, *op cit.*, n°2191.

⁹⁷⁶ La règle n'impose pas que le prix proposé par l'initiateur soit identique à celui dont ont bénéficié les actionnaires antérieurs. Il est dès lors difficile de voir dans cette disposition l'expression du principe d'égalité de traitement, sur lequel v. *infra* n°465 et s.

droits de vote de la société supérieure à la moitié. Inspirée par le *Takeover City Code* qui connaît un mécanisme similaire depuis 1968⁹⁷⁷, cette règle a suscité des débats quant à son opportunité en droit français⁹⁷⁸. Malgré les critiques dont elle a pu faire l'objet⁹⁷⁹ et qui, pour une large partie, ont été démenties par la généralisation du dispositif à l'ensemble des offres, l'introduction d'aménagements⁹⁸⁰ et la pratique de marché⁹⁸¹, cette caducité automatique a avant tout été pensée en faveur des actionnaires non-contrôlares. Le dispositif améliore leur protection à un triple point de vue. Il le fait d'abord indirectement par l'influence que le risque de caducité exerce sur la psychologie de l'offrant. Le mécanisme revêt un caractère « auto-disciplinant »⁹⁸² qui incite les initiateurs à offrir une prime satisfaisante aux minoritaires afin d'augmenter les chances de succès de leurs opérations. Plus directement ensuite, le dispositif neutralise les tentatives de prises de contrôle rampantes qui résulteraient d'offres libellées à un prix dérisoire⁹⁸³. Enfin, le seuil de caducité compense l'absence de contrôle du prix des offres volontaires : en vertu de ce procédé, un actionnaire ayant répondu positivement à une offre jugée insatisfaisante par la majorité de ses destinataires pourra récupérer ses titres et évitera ainsi de les céder à un prix réprouvé par le marché⁹⁸⁴. Loin d'être défavorables aux intérêts des actionnaires minoritaires, le faible nombre d'offres ayant échoué et la constante augmentation du niveau des primes offertes aux minoritaires témoignent des vertus protectrices du seuil légal de caducité⁹⁸⁵.

291. Le relèvement automatique du prix. La protection des intérêts pécuniaires des minoritaires se prolonge en cours d'offre. Elle s'exprime par le biais de règles de relèvement du prix des offres. Pour être déclarée conforme, une offre publique d'achat concurrente ou une surenchère en numéraire doit ainsi être libellée à un prix supérieur d'au moins 2 % au

⁹⁷⁷ Art. 10 1° *Takeover City Code*.

⁹⁷⁸ AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique du 9 décembre 2011 portant sur des propositions de modification de certaines dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition*, 24 avr. 2012, p.3 et s.

⁹⁷⁹ V. not. F. MARTIN LAPRADRE, « Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les OPA », *Bull. Joly Bourse* mars 2012, p.100 ; A. PIETRANCOSTA, H. PISANI, « Est-il opportun d'introduire un seuil de caducité automatique de 50 % ? », *JCP G* avr. 2012, 466.

⁹⁸⁰ Art. 231-9 I RG AMF.

⁹⁸¹ D. MARTIN, K. ANGEL, « Régime des offres publiques - Pour l'introduction d'un seuil de caducité obligatoire ? » *Droit Soc.* janv. 2013, ét. 2, n°18.

⁹⁸² AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique du 9 décembre 2011 portant sur des propositions de modification de certaines dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition, préc.*, p.3 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°921, n°940 et n°1014.

⁹⁸³ A. EMÉRY-DUMAS, *Rapport Sénat n°328*, 29 janv. 2014, p.46. On notera néanmoins que ces situations se sont rarement rencontrées sur le sol français (A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°921).

⁹⁸⁴ AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique du 9 décembre 2011 portant sur des propositions de modification de certaines dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition, préc.*, p.3.

⁹⁸⁵ S. TORCK, « La proposition de loi Florange et le droit des offres publiques », *Dr. Soc.* janv. 2014, ét. 2, n°13.

prix stipulé dans l'offre ou la surenchère précédente⁹⁸⁶. Lorsqu'il ne s'agit pas d'une offre d'achat, la conformité de la surenchère ou de l'offre concurrente est alors conditionnée à ce qu'elle emporte une amélioration significative des conditions proposées aux porteurs des titres⁹⁸⁷. Une offre publique concurrente ou une surenchère pourra également être déclarée conforme si son auteur, sans modifier les termes de l'offre précédente, supprime ou abaisse le seuil conventionnel en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive⁹⁸⁸. Réduisant encore la marge de liberté des initiateurs quant à la détermination des conditions financières de l'offre, ces règles jouent au plein bénéfice des actionnaires minoritaires. Ainsi, une différence dans la personne de l'offrant ne suffit pas à rendre conforme une offre concurrente. L'impératif de protection exige qu'un avantage supplémentaire soit consenti aux destinataires de l'offre. Les règles qui encadrent les interventions en période d'offre favorisent tout autant les intérêts minoritaires. Lorsque le Règlement général autorise l'initiateur à procéder à des interventions sur les titres de la société visée, son article 231-39 précise que toute intervention réalisée au-dessus du prix de l'offre entraîne de manière automatique le relèvement de ce prix à 102 % au moins du prix stipulé et, au-delà, au niveau du prix effectivement payé.

292. Contrepartie proposée dans les offres de retrait et de fermeture. Le contexte des offres de retrait ou de fermeture oppose souvent un contrôlaire ultra majoritaire à un actionnariat résiduel. Dès lors, un état de dépendance aggravée est susceptible de se rencontrer⁹⁸⁹. Afin de réduire le risque de spoliation des minoritaires, l'encadrement de la contrepartie proposée revêt une importance primordiale. Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà, seul ou de concert, au moins la moitié du capital et des droits de vote de la société visée, l'article 233-3 du RG AMF impose donc, sous réserve du pouvoir d'appréciation que l'autorité de marché tient des articles 231-21 et 231-22 du RG AMF, que le prix stipulé soit au moins égal au prix déterminé par le calcul de la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les soixante jours de négociation précédant la publication de l'avis de pré-offre, ou, à défaut, de l'avis de dépôt du projet d'offre. Le Règlement général, tel que modifié par l'arrêté du 28 janvier 2020⁹⁹⁰, a étendu cette disposition aux offres de retrait initiées par des actionnaires détenant déjà la moitié du capital et des droits de vote de la société⁹⁹¹. Via ce prix plancher, la réglementation assure

⁹⁸⁶ Art. 232-7 al.1 RG AMF.

⁹⁸⁷ Art. 232-7 al.2 RG AMF.

⁹⁸⁸ Art. 232-7 al.3 RG AMF.

⁹⁸⁹ J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE et alii, *Lamy droit du financement*, op cit., n°2233.

⁹⁹⁰ Arr. du 28 janv. 2020 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, JO n°0032, 7 févr. 2020.

⁹⁹¹ Art. 236-7 al.1 RG AMF.

aux minoritaires le bénéfice d'un prix de sortie satisfaisant, basé sur les cours et volumes constatés sur le marché sur lequel les titres bénéficient de la liquidité la plus importante⁹⁹². Lorsque ce prix plancher n'est pas applicable, la réglementation exige que l'offre de retrait soit déposée à des conditions telles qu'elle puisse être déclarée conforme par l'AMF⁹⁹³. L'examen des décisions rendues montre que les autorités s'assurent alors que le prix de l'offre ne lèse pas les intérêts des porteurs minoritaires⁹⁹⁴. Pour le garantir, elles imposent à l'offrant de fixer la contrepartie en employant une méthode d'évaluation multicritères qui doit reposer « sur des éléments connus, objectifs, homogènes et significatifs, de nature à conduire à une juste évaluation de la société cible et de son marché »⁹⁹⁵. Cette méthode est doublement satisfaisante : elle offre aux minoritaires une porte de sortie à des conditions différentes de celles du marché et permet dans le même temps de fixer la contrepartie en usant de paramètres de valorisation adaptés à chaque société⁹⁹⁶.

293. La contrepartie imposée du retrait obligatoire. La mise en œuvre du retrait obligatoire, qui aboutit à l'exclusion des minoritaires, ne se fait pas sans garanties pour ces derniers. Dès son introduction en droit français, le législateur a fait le choix d'adopter un dispositif détaché de la seule logique de marché⁹⁹⁷. Alors même que la contrepartie du retrait obligatoire n'est pas proposée mais bel et bien imposée à ses destinataires, la réglementation assure une véritable protection de leurs intérêts par le strictement encadrement des conditions financières du retrait.

L'article L.433-4 II du Code monétaire et financier exige ainsi que l'indemnité fixée soit égale au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, résulte d'une évaluation multicritères « effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et [qui] tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité ». Comme l'a rappelé la jurisprudence, cette évaluation a pour but de dégager un prix « qui ne soit pas seulement non aberrant au regard du marché, mais qui, par la prise en compte de critères autres que celui du marché et tirés de la réalité économique de l'entreprise,

⁹⁹² Art. 233-3 al.2 RG AMF.

⁹⁹³ Art. 236-1 et s. RG AMF.

⁹⁹⁴ CA Paris, 18 avr. 1991, *Sté Pabim c/ Lazard Frères* ; *Rev. Soc.* 1991, p.765, note H. Carreau et D. Martin ; *Bull. Joly Soc.* juin 1991, p.610, note P. Le Cannu.

⁹⁹⁵ CA Paris, n°2009/02354, 16 juin 2009, *Léon de Bruxelles* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2009, p.370, note B. Descours ; *RTDF* 2010/1, p.107, chron. D. Martin, B.-O. Becker, G. Giuliani.

⁹⁹⁶ CA Paris, n°92/1221, 8 juill. 1992, *Haenel et autres c/ Sté Biscuits Poult* ; *Bull. Joly Soc.* nov. 1992, p.1210, note L. Faugérolas.

⁹⁹⁷ C. BAJ, « Problèmes de droit français, Prix ou Valeur ? », *LPA* 29 nov. 1995, p.17 et s., *spéc.* p.17-18.

soit aussi conforme à l'équité et ne lèse pas les intérêts des actionnaires minoritaires »⁹⁹⁸. De même, si la loi tolère que le règlement du retrait ait lieu en titres lorsque la précédente offre publique a pris la forme, en tout ou partie, d'échanges de titres, le souci de protection des minoritaires conditionne cette faculté à ce qu'un règlement en numéraire soit proposé à titre d'option⁹⁹⁹.

Deux hypothèses autorisent l'initiateur d'un retrait obligatoire à se passer d'une décision de conformité de l'AMF qui, exceptionnellement, ne contrôlera pas directement la contrepartie fixée. Ces deux situations, prévues à l'article 237-3 I du RG AMF, se justifient néanmoins vis-à-vis de l'impératif de protection. La première concerne le cas où le retrait obligatoire fait suite à une offre publique soumise à la procédure normale comportant un règlement en numéraire et dont le succès a permis à l'initiateur d'acquérir au moins 90 % du capital et des droits de vote de la société. L'exemption trouve sa justification dans le large succès de l'offre initiale : le plébiscite suffit à certifier le caractère satisfaisant du prix proposé pour le retrait, rendant superflu tout mécanisme supplémentaire de protection des minoritaires¹⁰⁰⁰. La seconde situation visée est celle où le retrait obligatoire fait suite à une offre comprenant une contrepartie numéraire pour laquelle l'AMF a disposé du rapport de l'expert indépendant et a validé l'évaluation multicritères des titres. Cette dérogation s'explique par la volonté de simplifier les procédures : l'autorité ayant d'ores et déjà déclaré conforme une offre assortie de garanties suffisantes, une nouvelle intervention apparaîtrait redondante, et la protection offerte aux minoritaires à l'issue d'un nouveau contrôle, superfétatoire.

2. Le recours à l'expertise indépendante

294. Expertise indépendante et protection des minoritaires. Apparu avec la loi relative au retrait obligatoire, le recours à l'expertise indépendante dans les offres publiques n'a cessé de croître depuis lors¹⁰⁰¹. Présenté dès l'origine comme une mesure de protection visant à éclairer la prise de décision des destinataires de l'offre et notamment des actionnaires minoritaires¹⁰⁰², le rapport rendu par l'expert consiste à apprécier les conditions financières d'une offre publique en livrant une analyse distincte de celle de l'initiateur. Par l'élaboration

⁹⁹⁸ CA Paris, n°95/2112, 16 mai 1995, *préc.*

⁹⁹⁹ Art. L.433-4 II 3° Code mon fin.

¹⁰⁰⁰ J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE, et alii, *Lamy droit du financement, op cit.*, n°2246.

¹⁰⁰¹ V. *infra* n°311.

¹⁰⁰² COB, *Rapport annuel* 1993, p.53.

et la diffusion de son rapport, l'expert indépendant réduit le risque de sous-évaluation des titres visés par l'offre. La désignation d'un expert est obligatoire en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire et lorsqu'une opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts de nature à nuire à l'objectivité de l'organe compétent pour rendre l'avis motivé sur l'offre au sein de la société visée, ou de mettre en cause l'égalité des destinataires de l'offre¹⁰⁰³. L'intervention de l'expert est donc imposée dans les situations les plus critiques, où les intérêts pécuniaires des minoritaires sont le plus susceptibles d'être lésés. Elle demeure facultative dans tous les autres cas¹⁰⁰⁴.

Les récentes modifications des règles encadrant la mission de l'expert, qui résultent du rapport du groupe de travail de l'AMF sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres, mettent encore en lumière le lien étroit qui unit la nomination de l'expert au souci de protection des intérêts minoritaires¹⁰⁰⁵. Depuis le 10 février 2020, l'instruction AMF sur l'expertise indépendante prévoit que lorsque l'expert reçoit des observations d'actionnaires minoritaires qui touchent aux conditions de l'offre publique, il doit présenter, « dans un chapitre dédié de son rapport, les principaux arguments développés dans ces observations, ainsi que son analyse et son appréciation »¹⁰⁰⁶. Aussi, et bien que le rapport n'ait pas les actionnaires minoritaires pour destinataires exclusifs, les rubriques qu'il contient indiquent qu'il est pensé principalement pour eux¹⁰⁰⁷.

295. Fonctions de l'expertise indépendante. La fonction première de l'expertise indépendante est « d'éclairer les actionnaires, notamment minoritaires »¹⁰⁰⁸ sur le caractère juste des conditions financières de l'offre. L'expert atteste que les actionnaires sont correctement traités dans le contexte des offres¹⁰⁰⁹. Le rapport Lepetit présentait ainsi le rôle de l'expert comme un soutien pour les organes sociaux et un moyen « d'indiquer aux actionnaires minoritaires que leurs intérêts ont été pris en compte par les conseils, nonobstant

¹⁰⁰³ Art. 261-1 RG AMF.

¹⁰⁰⁴ Art. 261-3 RG AMF.

¹⁰⁰⁵ AMF, *Rapport sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques*, sept. 2019. En proposant de réformer le cadre de l'expertise indépendante, le rapport poursuit un double objectif : introduire « une plus grande transparence » (p.12) et une « meilleure protection des intérêts minoritaires » (p.23).

¹⁰⁰⁶ Art. 3 §10 Instr. DOC-2006-08, *préc.*

¹⁰⁰⁷ Déjà en ce sens v. D. SCHMIDT, J.-F. RÉROLLE, « L'an I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », *Rev. droit banc. fin.* sept.-oct. 2007, p.5, *spéc.* n°13.

¹⁰⁰⁸ COB, *Rapport annuel* 1993, p.52.

¹⁰⁰⁹ COB, *Le recours à l'attestation d'équité et la généralisation de l'avis du conseil d'administration*, *Bull. mens. COB* nov. 1995, n°296, p.34.

les liens d'intérêts pour certains administrateurs »¹⁰¹⁰. L'analyse de l'expert a vocation à éclairer les actionnaires destinataires de l'offre sur l'intérêt de celle-ci et, dans le même temps, à guider le conseil d'administration de la société visée dans l'élaboration de son avis motivé sur l'offre quant à ses conséquences pour la société, ses actionnaires et ses salariés¹⁰¹¹. On remarquera que le recours à l'expertise indépendante revêt également une dernière fonction, moins apparente. L'intervention de l'expert peut autoriser indirectement l'AMF à contrôler les conditions financières de l'offre¹⁰¹². Cette prérogative de l'autorité de marché, combinée au champ d'intervention considérable de l'expert indépendant, aboutit à réduire encore le domaine de la libre fixation du prix en matière d'offre volontaire¹⁰¹³. La protection des minoritaires en ressort quant à elle augmentée.

296. Synthèse. Que ce soit par le prisme d'un contrôle direct de la contrepartie offerte ou par le biais de moyens plus détournés, les règles techniques encadrant la détermination des conditions financières des offres s'articulent toutes autour du même impératif, celui de protection des non-contrôlares. L'intervention de l'expert indépendant dans le cadre des offres publiques participe de cette logique. L'appréciation qu'il livre des conditions financières de l'offre assure un débat contradictoire autour de ces conditions et permet à l'autorité de marché d'opérer un contrôle plus serré de la contrepartie proposée, au bénéfice direct des destinataires de l'offre.

C. Les réponses à l'offre

297. Protection des minoritaires et révocation des ordres de présentation. Les modalités qui entourent l'acceptation de l'offre procèdent du même souci de protection des intérêts minoritaires. À rebours de la situation dans laquelle se trouve l'initiateur, tenu par le caractère irrévocable de son offre, la réglementation a toujours permis aux destinataires d'une offre de révoquer leurs ordres de présentation. À l'instar de l'ancien article 5-2-12 du Règlement CBV, l'article 232-2 alinéa 4 du RG AMF autorise toute personne qui présente ses titres en réponse à une offre suivant la procédure normale à révoquer son ordre d'apport à tout moment, jusques et y compris le jour de clôture de l'offre. Contrairement aux dispositions de droit commun qui voient dans la rencontre d'une sollicitation et d'une acceptation la création d'un lien indissociable, la réglementation boursière distend ce lien

¹⁰¹⁰ COB, *La protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours*, prés. J.-F. Lepetit, 1996, p.7.

¹⁰¹¹ Art. 231-17 RG AMF.

¹⁰¹² Art. 231-21 5° RG AMF.

¹⁰¹³ F. DRUMMOND, Y. SCHMIDT, B. HUSSON, « Le prix dans les offres publiques », *op cit.*, n°783.

afin de protéger les actionnaires qui auraient pris leur décision de façon trop hâtive. Lorsqu'une seule offre est déposée, la faculté ouverte permet aux actionnaires de revenir sur leur choix passé afin, notamment, de tirer profit de la présente ou future hausse du cours des titres¹⁰¹⁴. Les règles qui régissent la caducité des ordres en cas d'offres concurrentes ou de surenchères assurent également que les minoritaires demeurent libres de leur choix. En cas d'offre concurrente, le Règlement général rend ainsi nuls et nonavenus les ordres de présentation à l'offre antérieure¹⁰¹⁵. Le procédé permet alors aux actionnaires de bénéficier à la fois d'une amélioration des conditions proposées par l'offre concurrente, et du droit de choisir le projet qu'ils jugeront le plus conforme à leurs intérêts. En cas de surenchère, la caducité des ordres présentés est laissée à l'appréciation de l'autorité de marché¹⁰¹⁶. Le plus souvent, elle sera prononcée afin de permettre aux actionnaires ayant déjà accepté l'offre de bénéficier, selon les termes de la surenchère, d'une augmentation du prix d'au moins 2 %, de la suppression ou de l'abaissement du seuil de renonciation conventionnel, ou de l'amélioration significative des conditions proposées initialement¹⁰¹⁷.

298. Protection des minoritaires et défense anti-OPA. La liberté dont disposent les actionnaires pour répondre à l'offre n'est pas absolue. Des mesures prises par les organes de direction de la société cible peuvent aboutir à priver les minoritaires du bénéfice d'une offre¹⁰¹⁸. D'autres encore, par le truchement de conventions prévoyant des restrictions aux transferts d'actions de la société visée en cours d'offre, peuvent brider le droit des actionnaires de réagir librement à l'offre qui leur est présentée. D'aucuns pourraient voir dans ces dispositifs une entorse sérieuse à l'objectif de protection qui irrigue le droit des offres. Cette vision doit néanmoins être doublement relativisée.

S'agissant d'abord des mesures susceptibles de tempérer le libre arbitre des destinataires de l'offre, celles-ci proviennent moins du droit des offres que des espaces de liberté ouverts par le droit des contrats. À l'opposé, la réglementation OPA permet, par des mécanismes « juridiquement remarquable[s] »¹⁰¹⁹, de revenir sur les restrictions qui touchent aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote. L'article L.233-34 du Code de commerce rend ainsi inopposable à l'initiateur d'une offre publique l'ensemble des clauses statutaires prévoyant des restrictions aux transferts d'actions d'une société cotée, sauf lorsque

¹⁰¹⁴ Dans le même sens v. G. LEKKAS, *L'Harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseur*, op cit., n°771.

¹⁰¹⁵ Art. 232-10 al.2 RG AMF.

¹⁰¹⁶ Art. 232-8 RG AMF.

¹⁰¹⁷ Art. 232-7 RG AMF.

¹⁰¹⁸ Art. L.233-32 I. Code com.

¹⁰¹⁹ D. OHL, « Les pactes d'actionnaires à l'épreuve du droit boursier », *préc.*, p.328.

ces restrictions résultent d'une obligation législative. Prolongeant ce premier dispositif, l'article L.233-35 du même code autorise les sociétés à prévoir statutairement que toute clause d'une convention qui fixerait des restrictions au transfert d'actions soit inopposable à l'initiateur d'une offre. Enfin, toujours dans le but de restaurer la liberté des actionnaires sollicités par une offre, le Code de commerce autorise les sociétés cotées à intégrer dans leurs statuts des clauses ayant pour effet de suspendre les restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote lors des assemblées réunies en cours d'une offre et qui statuent sur des mesures susceptibles de la faire échouer¹⁰²⁰. Drogatoires au droit commun, ces mécanismes permettent à la société visée de libérer les signataires d'une convention à laquelle elle est pourtant totalement étrangère. Ils s'expliquent de nouveau par la volonté de protéger les intérêts des minoritaires et de maximiser leur marge de manœuvre.

S'agissant ensuite des mesures de défenses et de leur contrariété supposée avec l'impératif de protection, une réflexion plus générale sur le rôle et les conséquences de ces mesures amène à penser que cette contrariété est moins forte qu'il n'y paraît. À la vérité, les résultats des analyses économiques sont équivoques : si des études remarquent que les dispositifs de défense anti-OPA produisent des effets contraires à l'intérêt des actionnaires, d'autres montrent l'intérêt de ces dispositifs dans certains contextes¹⁰²¹. En France, les mesures de défenses semblent jouer davantage au bénéfice des minoritaires. En vertu de l'article L.233-32 I du Code de commerce, les mesures prises par une société en réaction d'une offre doivent se montrer conformes à l'intérêt social de la société¹⁰²². Or, et sans avoir besoin de présenter dès maintenant ce que recoupe ce concept¹⁰²³, l'on peut légitimement supposer que cet intérêt s'aligne plus souvent sur celui des actionnaires qu'il ne s'y oppose. La réalité confirme cette supposition. En pratique, dans la quasi-totalité des cas, les mesures anti-OPA visent moins à faire échouer l'offre qu'à obtenir une amélioration de ses conditions financières, ce qui sert directement les intérêts pécuniaires des minoritaires. Sur la trentaine d'offres « inamicales » déposées entre 1989 et 2020, la mise en œuvre de mesures de défenses a ainsi contribué à une augmentation du prix des offres située entre 10 % et 35 %¹⁰²⁴. L'offre publique initiée par Veolia sur les titres de la société Suez en 2021 ne dément pas l'analyse : après un important contentieux boursier et la mise en place de mesures défensives particulièrement efficaces¹⁰²⁵, le prix unitaire d'acquisition des titres, initialement fixé à 18 €,

¹⁰²⁰ Art. L.233-36 et L.233-37 Code com.

¹⁰²¹ Sur ces études v. M. NUSSENBAUM, « Les dispositions anti-OPA à l'épreuve de l'intérêt des actionnaires », *JCP E* 2021, 1121.

¹⁰²² Sur l'articulation de cette disposition avec les principes généraux des offres, v. *infra* n°707 et n°708.

¹⁰²³ V. *infra* n°675 et s., n°688 et s.

¹⁰²⁴ D. MARTIN, K. ANGEL, « Réflexions autour du rôle de l'État. Dans la protection des entreprises nationales dans le cadre d'offres hostiles » in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.407, *spéc.* note 3.

¹⁰²⁵ Sur lesquelles, v. *infra* n°539 et n°540.

a finalement été augmenté de 10,3 % pour atteindre 19,85 €¹⁰²⁶. En outre, et s'il est parfaitement envisageable que des mesures de défenses aboutissent à faire échouer une offre, encore plus depuis le changement de cap opéré en 2014 par loi Florange qui a fait perdre à l'assemblée générale des actionnaires sa souveraineté en la matière, les principes généraux des offres encadrent strictement la mise en œuvre de ces mesures et assurent qu'elles viennent avant tout servir les intérêts minoritaires¹⁰²⁷.

299. Protection et réussite de l'offre. Lorsque la somme des titres présentés à l'offre est suffisante pour acter sa réussite, l'intérêt des actionnaires est de voir le projet porté par l'initiateur aboutir. Soucieuse de prolonger la protection de cet intérêt, la réglementation déploie une série de mesures qui visent à donner un plein effet à l'acceptation de l'offre par ses destinataires. La première de ces mesures, qui figure à l'article L.22-10-47 du Code de commerce et dont le déclenchement est automatique dès que l'initiateur réussit à détenir plus des deux tiers du capital ou des droits de vote de la cible à l'issue de son offre¹⁰²⁸, consiste à neutraliser les clauses de plafonnement des droits de vote lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre. La disposition consacre ainsi une ancienne position de la COB, qui recommandait d'assortir toute clause statutaire de plafonnement de droits de vote d'une clause de caducité automatique en cas de prise de contrôle par voie d'offre publique¹⁰²⁹. Les articles L.233-38 et L.233-39 du Code de commerce offrent quant à eux la faculté d'introduire une clause statutaire prévoyant que lorsque l'initiateur d'une offre obtient à sa clôture plus de la moitié du capital ou des droits de vote¹⁰³⁰, les restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et/ou les droits spéciaux de nomination et de révocation des dirigeants sociaux sont suspendus lors de la première assemblée générale post-clôture.

¹⁰²⁶ AMF, déc. n°221C1825, 20 juill. 2021, *Suez*.

¹⁰²⁷ Le principe de libre jeu interdit à la cible de conférer un avantage qui déterminerait par avance le succès d'une offre et priverait les actionnaires d'une éventuelle offre concurrente. Il prohibe également la mise en place de défenses absolues qui interdiraient complètement aux actionnaires de se prononcer sur l'offre. Sur ce principe, v. *infra* n°525 et s.

¹⁰²⁸ Art. 231-54 RG AMF.

¹⁰²⁹ COB, *Rapport annuel* 1992, p.48 ; *Rapport annuel* 1993, p.51.

¹⁰³⁰ Art. 231-55 et 231-56 RG AMF.

§ 2. La présentation dynamique de la réglementation des offres

300. Annonce. L'analyse statique a permis d'exposer les différents moyens employés par le droit positif pour offrir une protection satisfaisante des minoritaires. La présentation n'a toutefois rien dévoilé des mutations qu'a connues cette protection. Seule une approche dynamique peut révéler les orientations qui l'ont guidée au cours du temps. Cette approche montre qu'entre 1989 et 2023, les mesures destinées à protéger les minoritaires se sont multipliées **(I)** et ont, dans le même temps, fait l'objet d'un ajustement **(II)**.

I. L'accroissement des mesures de protection

301. Annonce. La volonté de protéger l'épargne privée s'est accentuée au cours du temps. Aux termes de chaque réforme, les règles protectrices des intérêts minoritaires ont été complétées. En droit des offres, les traits les plus saillants de cette évolution ressortent de la multiplication des faits générateurs des offres obligatoires **(A)** et de l'augmentation des contraintes imposées aux initiateurs une fois la procédure d'offre déclenchée **(B)**.

A. La multiplication des faits générateurs des offres obligatoires

302. Les offres obligatoires d'achat ou d'échange. L'avancée la plus nette se situe certainement au niveau des causes générant l'obligation de déposer une offre publique. Le souci de protection des minoritaires s'est traduit par l'augmentation du nombre de situations imposant le dépôt d'une offre et par l'abaissement général des seuils retenus pour déclencher cette obligation de dépôt.

303. Augmentation des situations donnant lieu au dépôt d'une offre. En 1989, la loi et le règlement général du CBV imposaient le dépôt d'une offre publique dans quatre hypothèses : en cas de franchissement direct ou indirect du seuil du tiers du capital ou des droits de vote d'une société cotée¹⁰³¹, de franchissement de la majorité absolue du capital ou des droits de vote¹⁰³², et de l'acquisition, sur une période de douze mois, de plus de 2 % du nombre total des titres de capital ou des droits de vote, par un actionnaire dont la participation se situait déjà entre le tiers et la moitié du capital¹⁰³³. À ces quatre hypothèses s'ajoutait

¹⁰³¹ Art. 5-4-1 et 5-4-3 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹⁰³² Art. 5-4-4 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹⁰³³ *Ibid.*

l'obligation de déposer une garantie de cours en cas d'acquisition d'un bloc de titres d'une société cotée conférant à son acquéreur le contrôle sur celle-ci¹⁰³⁴.

Déjà présentés¹⁰³⁵, les faits générateurs sont aujourd'hui plus nombreux qu'hier. Exception faite de l'obligation de déposer une offre lorsqu'un actionnaire vient à détenir la majorité absolue du capital, supprimée en 1998 du fait de sa contrariété avec la *ratio legis* des offres¹⁰³⁶, les faits générateurs qui provoquent désormais le dépôt obligatoire d'une offre englobent plus de situations que par le passé.

L'offre qui fait suite au dépassement du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote enveloppe ainsi l'ancienne offre obligatoire et la garantie de cours, supprimée par la loi du 22 octobre 2010, du fait du recoupement entre les procédures qui imposaient toutes deux d'acquérir la totalité des titres de capital d'une société. On remarquera d'ailleurs que le champ de l'offre obligatoire est aujourd'hui plus vaste que celui qui lui était initialement attribué. En 1989, le dispositif prévoyait l'obligation de déposer une offre en cas de détention directe ou indirecte d'une société cotée, c'est-à-dire lorsqu'un actionnaire venait à détenir, par le biais d'une première société, plus du tiers des titres de capital ou des droits de vote d'une société cotée dès lors que les titres détenus par la première représentaient une part essentielle de ses actifs¹⁰³⁷. Si ce dispositif a perduré et figure désormais à l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier, il a longtemps été cantonné aux sociétés cotées sur le sol français. La loi du 26 juillet 2005 est donc venue étendre ce dispositif à l'hypothèse où la société contrôlée serait cotée à l'étranger¹⁰³⁸, chacune de ces situations restant conditionnées à la qualité d'actif essentiel de la société contrôlée¹⁰³⁹. Dans le droit fil de cette évolution, la loi du 31 mars 2006 a encore augmenté le domaine des offres obligatoires en transposant à l'article L.433-1 du Code monétaire et financier les situations prévues par la directive OPA. Les autres faits générateurs attestent tout autant de l'élargissement du domaine des offres obligatoires. L'actuelle hypothèse fondée sur un excès de vitesse d'acquisition est ainsi dotée d'un champ plus vaste qu'en 1989, le seuil ayant été abaissé à 1 % par la loi Florange.

¹⁰³⁴ Art. 5-3-5 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹⁰³⁵ V. *supra* n°267.

¹⁰³⁶ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°1570.

¹⁰³⁷ Art. 5-4-3 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹⁰³⁸ Art. L.433-3 III Code mon. fin.

¹⁰³⁹ Cette exigence ne figure plus dans le Code monétaire et financier pour l'hypothèse visée au I de l'article L.433-3. L'arrêté du 31 janvier 2011 a toutefois fait de la situation inverse, c'est-à-dire de l'absence de qualité d'actif essentiel de la société contrôlée, un nouveau cas de dérogation à l'obligation de déposer une offre (art. 234-9 RG AMF). Loin d'être seulement esthétique, ce changement oblige désormais les actionnaires concernés à solliciter une dérogation à l'AMF là où hier, ils pouvaient en être dispensés s'ils avaient suffisamment confiance dans leur appréciation de la notion « d'actif essentiel » (A. PIETRANCOSTA, D. BOMPOINT, « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *RTDF* 2010/1, p.7, *spéc.* n°20).

Introduite par cette même loi, l'hypothèse visée à l'article L.433-1-2 III du Code monétaire et financier aboutit à créer un cas supplémentaire et inédit d'offre obligatoire. Elle fait suite à l'intégration d'un seuil légal de caducité pour l'ensemble des offres publiques.

Soucieuse de protéger le plus grand nombre d'actionnaires minoritaires, la réglementation des offres est également sortie de son lit originel pour étendre les hypothèses d'offres obligatoires au-delà des marchés réglementés. L'article 34 de la loi du 26 juillet 2005 a ainsi permis d'étendre la procédure de garantie de cours aux marchés non réglementés dès lors que le gestionnaire du marché en question en faisait la demande. À la suite de la suppression de la garantie de cours en 2010, l'obligation fut remplacée par la nécessité de déposer une offre publique en cas de franchissement du seuil des cinq dixièmes du capital ou des droits de vote¹⁰⁴⁰. Procédant encore à l'extension du domaine des offres, la loi du 19 octobre 2009 a rendu les règles relatives aux offres obligatoires applicables aux sociétés dont les titres ont cessé d'être admis aux négociations sur un marché réglementé pour être admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation, et ce pendant une durée de trois ans à compter de la date à laquelle les titres ont cessé d'être admis sur le marché réglementé¹⁰⁴¹. Le dispositif reprend ainsi une proposition formulée par Euronext, qui souhaitait encadrer le transfert des PME cotées du marché réglementé vers celui non réglementé tout en assurant une protection adéquate des actionnaires minoritaires¹⁰⁴².

304. Abaissement général des seuils de déclenchement des offres obligatoires. Au-delà de la multiplication des faits générateurs, l'augmentation de la protection des actionnaires s'est aussi exprimée par l'abaissement des seuils en capital et en droits de vote qui conditionnent l'obligation de déposer une offre. En 1989, les seuils visés étaient ceux du tiers du capital ou des droits de vote pour l'offre obligatoire¹⁰⁴³, et de 2 % pour l'excès de vitesse d'acquisition¹⁰⁴⁴. La loi du 22 octobre 2010 procéda à l'abaissement du seuil de l'offre obligatoire pour le fixer à 30 % du capital ou des droits de vote, réalisant ainsi un souhait déjà exprimé par la COB au milieu des années 1980¹⁰⁴⁵. Quatre années plus tard, la loi Florange abaissa le seuil de l'excès de vitesse d'acquisition à 1 %.

¹⁰⁴⁰ Art. L.433-3 II Code mon. fin. dans sa rédaction issue de la loi n°2010-1249 du 22 oct. 2010, *préc.*

¹⁰⁴¹ Art. L.433-5 Code mon. fin.

¹⁰⁴² Ph. MARINI, *Rapport Sénat* n°442, 27 mai 2009, p.7.

¹⁰⁴³ 5-3-1 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹⁰⁴⁴ 5-3-4 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹⁰⁴⁵ COB, *Rapport annuel* 1987, p.134.

305. Élargissement des titres pris en considération pour le calcul des seuils.

Parallèlement à l'abaissement des seuils, la réglementation a élargi le nombre d'instruments financiers à prendre en compte pour leur calcul. À la suite des recommandations du rapport Field¹⁰⁴⁶, la loi du 22 octobre 2010 est ainsi venue aligner le mode de calcul des seuils des offres publiques sur celui des déclarations de franchissement de seuil¹⁰⁴⁷, avant que la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 ne tempère cet alignement en excluant du calcul des seuils de l'offre publique les instruments dérivés à dénouement monétaire¹⁰⁴⁸. Cette harmonisation des modes de calcul n'est pas neutre. Elle joue en faveur des minoritaires qui, du fait de l'élargissement des titres pris en considération pour le calcul des seuils, sont susceptibles de bénéficier de plus nombreuses offres publiques.

306. Les offres publiques de retrait. De même que pour les offres obligatoires d'achat ou d'échange, les cas imposant la mise en œuvre d'une offre de retrait ont été augmentés au cours du temps, et leurs conditions assouplies.

307. Augmentation des hypothèses susceptibles de donner lieu à une offre de retrait.

La loi du 2 août 1989 prévoyait deux cas de retrait : le premier concernait la transformation d'une société cotée en SCA, le second visait l'hypothèse où l'actionnaire majoritaire venait à détenir au moins 95 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée. À ces deux hypothèses, la loi du 4 août 2008 en ajouta une troisième, relative aux modifications juridiques ou financières significatives d'une société cotée¹⁰⁴⁹. Ce cas de retrait est désormais prévu à la suite des autres à l'article L.433-4 3° du Code monétaire et financier. Le domaine d'application actuel des offres de retrait est en outre plus large que celui qui leur était initialement attribué. Alors que le règlement du CBV ne visait que les titres cotés émis par des sociétés de droit français, le Règlement AMF englobe non seulement les titres d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen¹⁰⁵⁰, mais également, pour l'offre de retrait visée à l'article L.433-3 1° du Code monétaire et financier, les titres qui ont cessé

¹⁰⁴⁶ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention*, préc., p.29 à p.31.

¹⁰⁴⁷ V. Art. L.433-3 I Code mon. fin. dans sa rédaction issue de la loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010, préc. À la vérité, la réglementation de 1989 procédait déjà à une harmonisation semblable. En effet, l'ancien article 5-1-3 du Règl. CBV assimilait aux actions et droits de vote possédés par une personne agissant seule ou de concert les actions et droits de vote visés à l'article 356-1-2 de la loi de 1966, ancêtre de l'article L.233-9 du Code de commerce. Cette disposition ne reçut cependant jamais application et fut supprimée par un arrêté du 5 novembre 1998 (D. BOMPOINT, A. PIETRANCOSTA, « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », préc., n°13).

¹⁰⁴⁸ Art. L.433-3 I Code mon. fin. dans sa rédaction issue de la loi n°2012-387 du 22 mars 2012, préc.

¹⁰⁴⁹ Art. L.433-4 3° Code mon. fin.

¹⁰⁵⁰ Art. L.433-4 I Code mon. fin.

d'être négociés sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, et ceux négociés sur un marché d'instruments financiers dès lors que la personne qui gère ce marché en a fait la demande auprès de l'AMF¹⁰⁵¹. Enfin, depuis 2009¹⁰⁵², l'article L.433-5 du Code monétaire et financier étend les offres de retrait aux instruments financiers qui ont cessé d'être admis aux négociations sur un marché réglementé pour être admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation, et ce pendant une durée de trois ans. Le nombre d'offres de retrait prévues en droit français contraste ainsi singulièrement avec le seul cas de rachat prévu par la directive OPA¹⁰⁵³. Il révèle que la place de Paris se montre parfois soucieuse d'offrir une protection plus complète aux actionnaires minoritaires.

308. Assouplissement des conditions de mise en œuvre des offres de retrait. Plusieurs éléments encadrant la mise en œuvre des offres de retrait ont également été assouplis afin de faciliter le déclenchement des procédures de retrait. L'évolution des critères déclenchant l'obligation de déposer une offre de retrait en cas de transformation d'une société en SCA l'illustre. Dans l'ancien Règlement CBV, la mise en œuvre de ce cas de retrait était conditionnée à la présence d'un actionnaire détenant au moins la majorité des deux tiers des droits de vote de la société dont la transformation était envisagée¹⁰⁵⁴. Sous l'impulsion de la COB qui militait pour une application extensive du texte¹⁰⁵⁵, cette condition fut supprimée en 1998 afin d'accroître le nombre d'offres de retrait. Le même constat vaut pour l'hypothèse de retrait qui repose sur la détention ultra-majoritaire du capital d'une société cotée par un ou plusieurs actionnaires agissant de concert. Alors que la réglementation antérieure visait le seuil de 95 % du capital et des droits de vote¹⁰⁵⁶, la loi Pacte du 22 mai 2019 a désormais abaissé ce seuil à 90 % du capital ou des droits de vote.

¹⁰⁵¹ Art. L.433-4 IV Code mon. fin.

¹⁰⁵² Art. 13 Loi n°2009-1255 du 19 oct. 2009 *tendant à favoriser l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises et à améliorer le fonctionnement des marchés financiers*, JO n°0243, 20 oct. 2009.

¹⁰⁵³ Art. 16 Dir. 2004/25/CE, *préc.*

¹⁰⁵⁴ Art. 5-5-4 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹⁰⁵⁵ COB, *Rapport annuel* 1989, p.173-174.

¹⁰⁵⁶ Art. 5-5-2 anc. Règl. CBV n°89-03.

B. L'augmentation de la protection offerte dans le déroulement des offres

309. Augmentation générale des mesures de protection. Depuis 1989, la quasi-totalité des règles ayant pour objectif de protéger les intérêts minoritaires a été perfectionnée. La lecture d'un article consacré aux droits des minoritaires au début des années 1990 et sa confrontation au droit positif en rend compte¹⁰⁵⁷. Au moment de la rédaction de l'article, son auteur soulignait que la protection des minoritaires constituait déjà l'objectif premier des offres publiques, mais relevait dans le même temps certaines insuffisances du cadre juridique. Les principales imperfections identifiées concernaient la possibilité de déposer des offres publiques partielles et l'absence de mode spécifique de détermination du prix pour l'offre obligatoire¹⁰⁵⁸. Elles ont toutes deux été comblées depuis. L'arrêté du 15 mai 1992 mit fin aux offres publiques partielles qui ne portaient que sur les deux tiers du capital, tandis que la loi du 31 mars 2006 introduisit un prix plancher en matière d'offre obligatoire¹⁰⁵⁹. Si ces deux modifications ont contribué à accroître la protection des intérêts minoritaires, de nombreuses autres dispositions ont été retouchées à cette fin. Les évolutions qu'ont connues les règles relatives à l'expertise indépendante et à la fixation du prix l'illustrent particulièrement.

310. Évolution de la réglementation relative à l'expertise indépendante. Si la mission de l'expert n'a pas fondamentalement évolué¹⁰⁶⁰, plusieurs règles ont été révisées afin d'assurer une protection plus effective des intérêts minoritaires. L'approche dynamique révèle ainsi deux tendances majeures. La première touche à la sphère d'intervention de l'expert indépendant, qui n'a eu de cesse de s'étendre depuis 1993. La seconde tient au caractère indépendant de l'expert, que la réglementation a continuellement renforcé.

311. La sphère d'intervention de l'expert. L'expertise indépendante apparaît à la suite de la loi du 31 décembre 1993 qui ouvre la voie au retrait obligatoire. À cette époque, l'intervention de l'expert est alors limitée aux retraits obligatoires, pour lesquels l'initiateur

¹⁰⁵⁷ N.-M. BARDY, « La COB et le droit des minoritaires », *préc.*, p.3.

¹⁰⁵⁸ N.-M. BARDY, « La COB et le droit des minoritaires », *préc.*, p.10-11.

¹⁰⁵⁹ V. *supra* n°287.

¹⁰⁶⁰ Au départ, l'expert indépendant endossait seulement un rôle de vérificateur, consistant à apprécier l'évaluation de la société effectuée par l'initiateur d'une offre (Art. 5-6-1 anc. Règl. CBV issu de l'arr. du 9 juin 1994, JO 18 juin 1994, p.8806). Depuis 2006, l'expert a désormais pour mission d'évaluer la société cible, évaluation qu'il doit dans un second temps confronter aux travaux effectués par l'initiateur afin de souligner d'éventuels points de divergence (Art. 262-1 I RG AMF, art. 4 3° Instr. DOC-2006-08, *préc.*). Cette évolution du rôle de l'expert paraît toutefois plus symbolique que réelle : nombre d'experts procédaient déjà à une telle évaluation de la cible avant la réforme de 2006 (D. SCHMIDT J.-F. RÉROLLE, « L'an I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », *préc.*, n°32 ; *contra* X. VAMPARYS, « Offres publiques : le nouveau régime de l'expertise indépendante », *Bull. Joly Bourse* nov. 2006, p.785, *spéc.* n°15, qui voit dans cette modification de la mission de l'expert « l'une des innovations les plus remarquables du nouveau règlement général de l'AMF »).

doit fournir une évaluation des titres de la société cible assortie de l'appréciation d'un expert indépendant. Deux années plus tard, la COB lança une consultation de place relative au domaine d'intervention de l'expertise indépendante. À la suite de celle-ci, la COB publia une recommandation sur le recours à l'expertise indépendante et à l'attestation d'équité dans son bulletin mensuel de novembre 1995. Outre le retrait obligatoire, la COB identifiait trois catégories d'opérations dans lesquelles le recours à un expert indépendant lui apparaissait souhaitable : les opérations dans lesquelles un lien d'intérêt existe, les opérations connexes qui rendent délicate l'individualisation du prix de l'opération principale, et celles où des sacrifices financiers sont consentis par différentes catégories d'actionnaires¹⁰⁶¹. Ces bonnes pratiques, reprises et complétées ultérieurement par une instruction de la COB, demeuraient toutefois soumises au bon vouloir des initiateurs, le recours à l'expert restant facultatif en dehors du retrait obligatoire¹⁰⁶². Prolongeant cette réflexion, un groupe de travail présidé par Monsieur Jean-Michel Naulot formula 25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre d'opérations financières¹⁰⁶³. Le groupe recommanda ainsi qu'un expert indépendant soit nommé dès qu'un conflit d'intérêts était susceptible d'exister au sein des instances dirigeantes de la société visée par une offre¹⁰⁶⁴. La modification du Règlement général opérée en 2006 fut alors l'occasion de rendre obligatoire le recours à l'expertise dans les hypothèses identifiées par le groupe de travail. C'est ainsi que l'article 261-1 du RG AMF étendit le champ d'intervention de l'expert. Au-delà du cas traditionnel du retrait obligatoire, toujours visé par l'article¹⁰⁶⁵, le dispositif impose désormais à la société visée de désigner un expert indépendant « lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre » avant de préciser, de manière non exhaustive, cinq hypothèses dans lesquelles un tel conflit se rencontre¹⁰⁶⁶. Dans tous les autres cas, la désignation d'un expert est possible, mais demeure facultative¹⁰⁶⁷.

¹⁰⁶¹ COB, *Le recours à l'attestation d'équité et la généralisation de l'avis du conseil d'administration*, préc., p.28, p.35 et p.36.

¹⁰⁶² Art. 1.1.4 anc. Instr. COB n°2002-04 : « [l'attestation] peut être établie à l'initiative ou de la société visée lorsque l'opération donne lieu à des conflits d'intérêts ou est susceptible de mettre en cause l'égalité des actionnaires ». Pour une affirmation du caractère facultatif de l'attestation v. CA Paris, n°1999/11171, 19 oct. 1999, *Cie des gaz de pétrole Primagaz* ; *Dr. Soc.* 1999, comm. 182, note H. Hovasse ; D.2000, act. jurispr., p.87, note M. Boizard ; *Bull. Joly Soc.* mars 2000, p.293, note A. Couret ; *Bull. Joly Bourse* mars 2000, p.163, note J.-J. Daigre ; *JCP E* mars 2000, p.364, note A. Viandier.

¹⁰⁶³ AMF, *25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre des opérations financières*, prés. J.-M. Naulot, *Rev. AMF* avr. 2005, n°13, p.11 et s.

¹⁰⁶⁴ AMF, *25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre des opérations financières*, préc., p.25 et s.

¹⁰⁶⁵ Art. 261-1 II RG AMF.

¹⁰⁶⁶ Art. 261-1 I RG AMF.

¹⁰⁶⁷ Art. 261-3 RG AMF.

312. L'indépendance de l'expert. Les évolutions touchant au caractère indépendant de l'expert sont plus importantes encore que celles relatives à son domaine d'intervention. À l'origine, aucune condition d'indépendance n'était posée par les textes. Il fallut attendre les recommandations formulées par la COB en 1995 pour que des garanties soient envisagées. Dans ses recommandations, l'autorité préconisait une série de bonnes pratiques quant aux modalités de désignation et de rémunération des experts et envisageait l'établissement de normes déontologiques¹⁰⁶⁸. Ces réflexions se sont prolongées depuis. Les modes de désignation de l'expert et les problématiques liées à sa rémunération ont tout particulièrement été retouchés afin d'accroître son indépendance et assurer, par ricochet, la protection effective des intérêts minoritaires.

313. La désignation de l'expert. En 1993, la désignation de l'expert indépendant était le fait de l'initiateur. Si l'autorité de marché disposait d'un droit de veto, le système était cependant loin d'être satisfaisant : « l'initiateur n'était guère enclin à prendre le risque qu'un expert estime le prix inéquitable [et] [l]es destinataires de l'offre, isolés et inorganisés, ne disposaient d'aucune procédure aménagée par les textes pour se concerter et désigner un expert qui leur soit commun »¹⁰⁶⁹. L'AMF attribua en conséquence au conseil d'administration de la société visée le soin de désigner l'expert indépendant dès 2006¹⁰⁷⁰. Plus satisfaisante, cette solution ne l'était toutefois pas pleinement. En effet, le conseil d'administration de la société visée peut aussi se trouver en situation de conflit d'intérêts, notamment lorsque l'offrant se trouve déjà être l'actionnaire de contrôle de la société. Il peut donc arriver que les administrateurs de la société visée siègent également au sein des organes de direction de la société initiatrice, ce qui influera sur le choix de l'expert et l'évaluation réalisée. À la suite des travaux menés par l'AMF lors de la révision du retrait obligatoire¹⁰⁷¹, l'état de la réglementation a alors évolué pour asseoir encore l'indépendance de l'expert. Modifié par arrêté du 28 janvier 2020, l'article 261-1 III du RG AMF prévoit désormais que l'expert indépendant est désigné par le conseil d'administration de la société visée sur proposition d'un comité *ad hoc* composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants. Cette solution recevait déjà les préférences de la doctrine¹⁰⁷². Elle concrétise une proposition formulée par la COB¹⁰⁷³ et va même plus loin,

¹⁰⁶⁸ COB, *Le recours à l'attestation d'équité et la généralisation de l'avis du conseil d'administration*, préc., p.39-40.

¹⁰⁶⁹ D. SCHMIDT, J.-F. RÉROLLE, « L'an I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », préc., n°71.

¹⁰⁷⁰ Art. 261-1 I RG AMF.

¹⁰⁷¹ AMF, *Rapport du groupe de travail sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques*, prés. Th. Philipponnat et P. Suet, sept. 2019.

¹⁰⁷² D. SCHMIDT, J.-F. RÉROLLE, « L'an I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », préc., n°75

¹⁰⁷³ COB, *Le recours à l'attestation d'équité et la généralisation de l'avis du conseil d'administration*, préc., p.39.

en octroyant à l'AMF le droit de s'opposer à la désignation de l'expert indépendant dans certaines hypothèses, notamment lorsque la société visée n'est pas en mesure de constituer le comité *ad hoc* ou que l'expert désigné ne présente pas les compétences ou garanties suffisantes pour assurer la bonne réalisation de sa mission¹⁰⁷⁴.

314. La rémunération de l'expert. L'indépendance de l'expert est aussi fonction des modalités de sa rémunération. De nouveau, les premières réflexions sur ce sujet datent de 1995, et sont le fruit des recommandations de la COB. L'autorité préconisait ainsi que cette rémunération soit déconnectée de l'issue de l'opération afin que l'expert ne se retrouve pas dans une situation de subordination économique vis-à-vis de l'initiateur de l'offre qui, à l'époque, était chargé de sa désignation¹⁰⁷⁵. Sur cette base, les recommandations du rapport Naulot ont invité l'AMF à imposer une rémunération forfaitaire des experts qui ne soit pas fonction de l'issue de l'opération qu'ils examinent¹⁰⁷⁶. Alors que le rapport soulignait la faiblesse des rémunérations perçues par les experts, le groupe de travail ne prit pourtant pas position sur la question d'une rémunération minimale¹⁰⁷⁷. L'instruction relative à l'expertise indépendante fut néanmoins modifiée afin de déconnecter la rémunération de l'expert et l'issue de l'offre publique¹⁰⁷⁸. Retouchée en février 2020, cette instruction prévoit désormais une obligation de motivation lorsque l'expert accepte une rémunération inférieure à 50 000 € hors taxe¹⁰⁷⁹. Lorsque ses honoraires sont inférieurs à ce montant, l'expert doit développer les raisons qui l'ont poussé à accepter cette rémunération. Toujours afin d'assurer l'indépendance de vue de l'expert, tout versement d'une rémunération complémentaire par rapport au montant initialement prévu doit désormais être justifié. Ces avancées, comme celle relative aux modalités de désignation de l'expert, doivent être saluées. Elles contribuent à offrir aux minoritaires des garanties plus nombreuses quant à l'indépendance de l'expert et à l'objectivité du rapport qu'il est chargé d'élaborer.

315. Offres obligatoires et prix plancher. Le second domaine où les retouches successives de la réglementation témoignent le mieux de l'amélioration continue de la situation des minoritaires est celui de la fixation du prix de l'offre. À suivre la seule logique du marché, ce prix devrait être déterminé librement par l'initiateur. Imposer un prix de

¹⁰⁷⁴ Art. 261-1-1 RG AMF.

¹⁰⁷⁵ COB, *Le recours à l'attestation d'équité et la généralisation de l'avis du conseil d'administration*, préc., p.40.

¹⁰⁷⁶ AMF, *25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre des opérations financières*, préc., p.23.

¹⁰⁷⁷ AMF, *25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre des opérations financières*, préc., p.19.

¹⁰⁷⁸ Art. 2 anc. Reco. DOC-2006-15, oct. 2006.

¹⁰⁷⁹ Art. 3 II 6° Instr. AMF n°2006-08, préc.

référence aux initiateurs offre cependant certaines garanties aux minoritaires, au premier rang desquelles figure l'assurance de pouvoir, pendant une période déterminée, vendre ses titres à un prix différent, et généralement plus attractif, que celui fixé par le marché.

Le premier dispositif de prix plancher fut introduit en 1989. Il accompagnait l'ancienne garantie de cours. En vertu de l'article 5-4-2 du Règlement n° 89-03 du CBV, l'acquéreur d'un bloc de contrôle devait ainsi s'engager à acheter en bourse toutes les quantités de titres qui lui seront présentées au cours ou au prix auquel la cession du bloc était réalisée.

Un deuxième dispositif apparut dès 1992. Lorsque l'initiateur d'une offre était déjà l'actionnaire majoritaire de la société visée, l'article 5-3-4 du Règlement CBV prévoyait ainsi que le prix stipulé dans le projet d'offre ne pouvait être inférieur, sauf accord du conseil, au prix déterminé par le calcul de la moyenne des cours pondérée par les volumes de transactions, pendant les soixante jours de bourse précédant la publication de l'avis de dépôt du projet d'offre publique. En fixant un prix minimum calculé par référence à la moyenne des cours de bourses, le mécanisme neutralisait les intentions d'un actionnaire majoritaire qui choisirait le moment où le cours du titre est le plus bas pour lancer son offre et qui placerait alors les destinataires de l'offre dans une délicate alternative : apporter leurs titres à un prix dérisoire, ou prendre le risque de les conserver et s'enfermer sur un marché devenu illiquide¹⁰⁸⁰. Le dispositif préservait ainsi les intérêts minoritaires du dilemme du prisonnier. Il figure désormais à l'article 233-3 du RG AMF et a depuis été rejoint par plusieurs autres.

Le troisième prix plancher a été introduit à la suite de la transposition de la directive OPA. Transposant l'article 5 de cette directive, la loi du 31 mars 2006 révisa le principe de libre détermination du prix des offres obligatoires en imposant qu'il soit « au moins équivalent » au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre sur la période de douze mois précédant le dépôt de l'offre¹⁰⁸¹. Ce prix plancher, qui doit désormais être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de dépôt du projet d'offre¹⁰⁸², assure aux minoritaires d'accéder à la prime de contrôle qui leur est normalement refusée du fait de la nature même de leur participation. Il a succédé au prix plancher de la garantie de cours.

L'arrêté du 20 janvier 2020 et la modification subséquente de l'instruction n° 2006-07 ont enfin étendu la règle de l'article 233-3 du RG AMF à l'ensemble des offres de retrait

¹⁰⁸⁰ M. d'ORAZIO, « Éléments d'analyse : arrêt Expand », *Rev. CMF* déc. 2001-janv. 2002, n°44, p.18 et s., *spéc.* p.25.

¹⁰⁸¹ Art. L.433-3 I al.3 Code mon. fin. dans sa rédaction issue de la loi n°2006-387 du 31 mars 2006, *préc.*

¹⁰⁸² Art. L.433-3 I al.3 Code mon. fin. dans sa rédaction issue de la loi n°2010-1249 du 22 oct. 2010, *préc.*

initiées par un actionnaire détenant déjà la moitié du capital ou des droits de vote de la société visée¹⁰⁸³. La retouche de l'instruction n° 2006-07 a également été l'occasion de limiter encore la marge de manœuvre de l'initiateur dans la fixation du prix des offres. Sans aller jusqu'à introduire un prix de référence pour l'ensemble des offres simplifiées, l'article 2 2° a) de l'instruction pose désormais une règle inspirée de la technique du *comply or explain* et demande à tout initiateur qui détient préalablement à son offre au moins la moitié du capital ou des droits de vote de la société visée d'expliquer, le cas échéant, les raisons pour lesquelles le prix qu'il propose est inférieur à trois références, à savoir l'actif net comptable, la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions pendant les 60 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre, et le prix extériorisé par toute opération significative intervenue sur le capital de la société visée au cours des 18 derniers mois. Fruit des réflexions du groupe de travail réuni par l'AMF en 2019, cette proposition avait au départ été pensée pour la seule hypothèse de retrait obligatoire¹⁰⁸⁴. Le souci croissant de protection des intérêts minoritaires a néanmoins poussé à l'étendre à toutes les hypothèses dans lesquelles l'initiateur est également l'actionnaire majoritaire de la société visée.

316. Synthèse. Depuis plus de trente ans, la protection des actionnaires n'a eu de cesse d'augmenter. L'évolution des règles qui régissent le déclenchement des offres comme celles qui encadrent leur déroulement en atteste. La multiplication des hypothèses donnant lieu au dépôt obligatoire d'une offre, l'abaissement des seuils et l'assouplissement des conditions visées pour le déclenchement des offres obligatoires d'achat ou de retrait ont ainsi ouvert des portes de sortie toujours plus nombreuses aux actionnaires non-contrôlares. L'observation vaut tout autant une fois la procédure d'offre lancée. Le perfectionnement du cadre juridique entourant son déroulement a eu pour conséquence principale d'améliorer le sort des destinataires de l'offre. Les mutations qui ont affecté l'expertise indépendante et les règles de fixation du prix l'illustrent. Initialement circonscrit au retrait obligatoire, le champ d'intervention de l'expert englobe désormais l'ensemble des situations où un conflit d'intérêts est susceptible de léser les intérêts des minoritaires. Les garanties qui entourent l'indépendance de l'expert ont également été renforcées, aussi bien s'agissant des modalités de sa rémunération que de ses modes de désignation. Il en est de même s'agissant des prix planchers. Circonscrits à la garantie de cours en 1989, ils régissent désormais la majorité des offres déposées.

¹⁰⁸³ Art. 236-7 RG AMF.

¹⁰⁸⁴ AMF, *Rapport du groupe de travail sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, préc.*, p.21.

II. L'ajustement des mesures de protection

317. Protection et équilibre. Les orientations présentées précédemment ont toutes abouti à réduire de façon notable la marge de liberté des initiateurs. Il serait toutefois précipité de résumer l'évolution de la réglementation à un simple mouvement d'intensification des mesures de protection. L'approche dynamique du droit des offres rend compte d'une seconde tendance générale, celle d'un ajustement de la protection offerte. Elle s'explique par le fait qu'une protection démesurée, c'est-à-dire sans commune mesure avec les fins qui la justifient, n'est jamais souhaitable. L'attribution d'un statut trop protecteur à certaines catégories de personnes aboutit à enrayer la machinerie juridique. Pour éviter cet enrayment, le législateur doit trouver un point d'équilibre entre les différents intérêts en présence, ce qui, en la matière qu'est la nôtre, implique d'arbitrer « entre le respect du pouvoir majoritaire, nécessaire à une gestion efficace de la société, et l'octroi de garanties fondamentales aux minoritaires »¹⁰⁸⁵. La protection des non-contrôlares est légitime lorsqu'une modification du contrôle a lieu ou que des changements sont susceptibles d'affecter significativement leur situation d'investissement¹⁰⁸⁶. Au-delà, elle ne se justifie plus. L'évolution de la réglementation révèle que le législateur et les autorités de marché ont toujours cherché à maintenir un équilibre entre la protection des investisseurs et la souplesse nécessaire au maintien de l'attractivité des marchés financiers pour les émetteurs.

318. Annonce. Pour garantir cet équilibre, les mesures de protection des minoritaires ont été ajustées au fil du temps. Cet ajustement s'est opéré par deux biais. Il s'est d'abord manifesté par une standardisation de la protection octroyée aux minoritaires, la réglementation des offres privilégiant désormais une approche abstraite, par les seuils, à une approche concrète (A). Il a ensuite conduit à rechercher une plus grande proportionnalité dans les mesures de protection employées, ce qui s'est traduit par l'aménagement et la suppression de certains dispositifs (B).

A. Une protection standardisée

319. Standardisation et protection des minoritaires. La réglementation des offres procure aux minoritaires une protection qui se détache des individualités et des mobiles de chacun. Par leur seule qualité, tous les actionnaires bénéficient du même degré de

¹⁰⁸⁵ Y. GUYON, « Le droit des actionnaires minoritaires », in *La transparence du marché financier, op cit.*, p.128 et s., *spéc.* p.131.

¹⁰⁸⁶ V. *supra* n°265 et s.

protection¹⁰⁸⁷. Sauf en présence d'une offre de retrait où la mauvaise foi notoire du demandeur peut influencer sur la recevabilité de sa demande¹⁰⁸⁸, la réglementation défend l'ensemble des actionnaires minoritaires sans opérer de discrimination selon leurs objectifs et comportements. La protection est standardisée : elle est fonction de la seule qualité d'actionnaire.

Ce cadre particulièrement favorable aux actionnaires fait parfois l'objet de critiques. Il fournirait un environnement trop accommodant aux destinataires des offres sans faire la part des choses entre l'actionnaire long-terme, qu'il serait souhaitable de protéger, et celui court-termiste, qui ne mériterait pas de voir ses intérêts défendus en période d'offre¹⁰⁸⁹. Cette standardisation de la protection est cependant heureuse pour plusieurs raisons. Elle l'est d'abord parce qu'il n'est pas certain que l'actionnariat court-terme, qui fait régulièrement l'objet de critiques¹⁰⁹⁰, mérite sa mise au ban, son activité contribuant au bon fonctionnement du marché¹⁰⁹¹. Elle l'est ensuite pour des raisons pratiques : toute différenciation entre actionnaires est délicate à opérer, actionnaires court et long terme utilisant des techniques communes de dissociation du capital et des droits de vote¹⁰⁹². Toute volonté de distinguer entre ces deux « catégories » aurait donc bien du mal à s'exprimer dans le monde juridique. Enfin, exclure les actionnaires arbitragistes du bénéfice des mesures de protection aboutirait à réduire l'attractivité du marché pour les épargnants particuliers, majoritairement animés par des intentions spéculatives et une vision court-terme¹⁰⁹³. Or, ce sont ces mêmes investisseurs particuliers, responsables du « vagabondage des capitaux »¹⁰⁹⁴, que le législateur entend attirer sur le marché en leur offrant un cadre juridique protecteur.

¹⁰⁸⁷ V. *supra* n°168.

¹⁰⁸⁸ L'absence de bonne foi d'un actionnaire minoritaire peut influencer sur la mise en œuvre de l'offre de retrait visée à l'article 236-1 du RG AMF (AMF, *Rapport annuel* 2004, p.110). La conformité de ce critère au dispositif prévu par la directive OPA est pourtant plus qu'incertaine (v. *infra* n°399 et s.). La mauvaise foi du demandeur semble aussi prise en compte par l'AMF lorsqu'elle déclare irrecevable une demande de retrait fondée sur l'article 236-6 RG AMF en relevant que son fait générateur avait déjà annoncé lors d'une précédente offre (Pour des illustrations v. C. BOBILLIER, *La liberté contractuelle à l'épreuve des marchés financiers*, *op cit.*, p.235 et s.).

¹⁰⁸⁹ Th. JAEGLÉ, *L'actionnaire de court-terme dans les offres publiques*, (dir.) Ph. Didier, Descartes, 2013.

¹⁰⁹⁰ H. De VAUPLANE, « Morale et bourse : un long malentendu », in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, LGDJ, 2005, p.221 et s., *spéc.* p.237 ; V. MARTINEAU-BOURGNINAUD, « La mutation de l'intérêt social ou l'entreprise déboussolée », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.55 et s., *spéc.* p.71.

¹⁰⁹¹ L'activité des actionnaires arbitragistes contribue notamment à la valorisation des titres et à discipliner les équipes dirigeantes (A. PIETRAN COSTA, « Propos sur la nécessaire clarification des infractions d'abus de marché au temps de l'activisme actionnarial », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, *op cit.*, p.595, *spéc.* n°11-12 ; B. LECOURT, « Les sociétés commerciales et la culture du long termisme », in *Mélanges en l'honneur de Suzanne Carval*, IRJS, 2021, p.531 et s., *spéc.* p.537).

¹⁰⁹² A. COURET, « Cession d'entreprises. Brèves réflexions autour de quelques éléments d'un statut des minoritaires », in *Mélanges en l'honneur de Michel Jeantin*, Dalloz, 1999, p.205 et s., *spéc.* p.208.

¹⁰⁹³ P. BÉZARD, « Le changement de contrôle d'une société cotée », *préc.*, p.116.

¹⁰⁹⁴ P. VIGREUX, *Les droits des actionnaires dans les sociétés anonymes, théorie et réalité*, *op cit.*, p.36.

320. Standardisation et appréhension objective du contrôle par les seuils. La standardisation n'a évidemment pas que des avantages pour les actionnaires. Elle aboutit aussi à réduire le niveau général de protection offert. Progressivement, la réglementation a cessé d'appréhender concrètement les pouvoirs des actionnaires et a fini par standardiser la notion de contrôle pour faciliter la mise en œuvre de la réglementation. Le droit des offres a ainsi abandonné l'approche concrète du contrôle au profit d'une approche par les seuils, plus abstraite et moins protectrice des minoritaires.

L'évolution du fait générateur de l'ancienne garantie de cours illustre ce phénomène. Avant la loi du 2 août 1989, la réglementation érigeait en élément déclencheur de la garantie de cours l'acquisition d'un bloc de titres conférant « le contrôle de la société émettrice »¹⁰⁹⁵. Cette procédure, qui imposait au nouveau contrôlaire d'acquérir l'ensemble des titres dont il n'était pas déjà titulaire, reposait donc sur un critère concret, distinct de la détention d'un certain pourcentage du capital ou des droits de vote. Les magistrats de l'époque le relevaient : « le contrôle d'une société par une autre étant une notion de fait, la recherche à opérer [dans le cadre de la garantie de cours] ne saurait se borner à la seule quotité du capital acquise »¹⁰⁹⁶. En imposant le dépôt d'une garantie de cours sans considération du pourcentage de droits de vote détenus, le fait générateur de cette procédure permettait de dépasser l'apparence des chiffres pour ne reposer que sur la réalité des faits.

La loi du 2 août 1989 substitua à ce fait générateur concret un seuil quantifié, fixé à 50 % du capital ou des droits de vote. Aujourd'hui, l'ensemble des faits générateurs des offres obligatoires et des offres de retrait sont exprimés par un seuil. Ce passage d'une approche concrète à un seuil abstrait, qui touche l'ensemble des branches du droit des affaires¹⁰⁹⁷, n'est pas propre à la réglementation française. Historiquement, le droit anglais retenait pour fait générateur de l'offre obligatoire la condition d'acquisition du contrôle effectif de la société visée. Par souci de pragmatisme, la fraction des droits de vote correspondant au contrôle n'était pas précisée. L'insécurité juridique résultant de cette situation poussa néanmoins le *Takeover Panel* à abandonner ce critère au profit d'une approche par les seuils¹⁰⁹⁸. Pour des raisons identiques, le droit belge a également substitué un critère quantitatif au critère qualitatif du contrôle¹⁰⁹⁹.

¹⁰⁹⁵ Art. 91 anc. Règl. CAC tel qu'homologué par arr. du 6 mars 1973, JO 15 mars 1973, p.2802.

¹⁰⁹⁶ CA Paris, 17 mai 1989, *préc.*

¹⁰⁹⁷ J. PRIEUR, P. GOYARD (dir.), *Seuils légaux et dimensions de l'entreprise. Droits commercial, fiscal, social et économique*, Litec, 1990.

¹⁰⁹⁸ G. LEKKAS, *L'Harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs*, *op cit.*, n°798.

¹⁰⁹⁹ Ph. LAMBRECHT, « Réforme 2007 – Changement du critère de déclenchement de l'OPA obligatoire », in *Liber amicorum André Bruyneel*, Bruylant, 2008, p.429.

321. Appréciation critique du mouvement de standardisation. L'abandon progressif d'une approche subjective au profit d'une approche par les seuils n'est pas sans conséquence sur le terrain de la protection des non-contrôlares. L'élection d'un seuil en capital ou en droits de vote en lieu et place d'une approche concrète du contrôle aboutit à circonscrire les mesures de protection aux seules hypothèses directement visées par le seuil. Dans les faits, une prise de contrôle d'une société cotée par un actionnaire titulaire d'une participation inférieure aux seuils visés par la réglementation peut donc intervenir sans que les minoritaires ne se voient offrir de porte de sortie¹¹⁰⁰. En outre, recourir à des éléments quantitatifs dans la construction de la règle de droit revient à user d'une certaine part d'artifice. Rigides et approximatifs, les seuils ne permettent pas de saisir entièrement le réel. S'agissant des seuils qui visent à appréhender les pouvoirs de l'actionnaire et la situation de contrôle, aucun n'est vraiment capable d'englober toutes les situations de contrôle potentielles¹¹⁰¹.

Ces critiques doivent néanmoins être relativisées. La standardisation du droit des offres n'a pas pour but de réduire le degré de protection dont bénéficient les actionnaires minoritaires. L'abaissement du seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire du tiers à 30 % et de l'excès de vitesse de 2 % à 1 % montre que la protection des minoritaires demeure recherchée¹¹⁰². En vérité, le mouvement vise plutôt à supprimer les références à la notion de contrôle de fait afin de faciliter la mise en œuvre de la réglementation. L'évolution de la dérogation au dépôt d'une offre en cas de détention préalable du contrôle d'une société cotée en témoigne. Le Règlement général du CBV prévoyait que les personnes qui détenaient préalablement le contrôle de droit ou de fait d'une société pouvaient se voir accorder une dérogation¹¹⁰³. Trop délicate à mettre en œuvre, l'hypothèse fut modifiée par un arrêté du 5 novembre 1998 qui remplaça le critère du contrôle par celui de la détention d'une majorité de droits de vote¹¹⁰⁴, plus simple à appréhender. Au surplus, la mise en œuvre des règles de droit suppose une certaine prévisibilité de la règle, ce que le recours aux seuils chiffrés permet¹¹⁰⁵. Les critères quantitatifs présentent ainsi les avantages de clarté et de sécurité que

¹¹⁰⁰ L'observation n'a pas manqué d'être formulée à propos de l'ancienne garantie de cours lors de la réforme opérée en 1989 : « Qui nierait que, en l'espèce, la qualité de la protection n'a pas été sacrifiée au profit d'une application facilitée de la règle ? » (J. PRIEUR, P. GOYARD (dir.), *Seuils légaux et dimensions de l'entreprise. Droits commercial, fiscal, social et économique, op cit.*, n°653).

¹¹⁰¹ J. PRIEUR, P. GOYARD (dir.), *Seuils légaux et dimensions de l'entreprise. Droits commercial, fiscal, social et économique, op. cit.*, n°653 et n°660 ; E. CASIMIR, *Les catégories d'actionnaire, op cit.*, n°264.

¹¹⁰² V. *supra* n°304.

¹¹⁰³ Art. 5-4-6 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹¹⁰⁴ Art. 234-9 6° RG AMF.

¹¹⁰⁵ J. DABIN, *La technique de l'élaboration du droit positif spécialement du droit privé*, Bruylant, Sirey, 1935, p.125 : « Rien de plus arbitraire que les chiffres, mais rien qui supprime davantage l'arbitraire ».

n'offrent pas les critères qualitatifs¹¹⁰⁶. Dans ces circonstances, et parce que le bon fonctionnement du marché dépend de l'élaboration d'un cadre juridique clair et de son application prévisible, l'utilisation de seuils objectifs en capital ou en droits de vote pour appréhender les changements de contrôle et déclencher la mise en œuvre de la réglementation des offres apparaît plus appropriée. Appelé à s'interroger sur l'éventuelle intégration d'un critère subjectif pour la mise en œuvre de l'offre obligatoire, le groupe de travail présidé par Bernard Field l'avait d'ailleurs remarqué : « s'il peut apparaître intellectuellement séduisant, le recours au contrôle de fait comme fait générateur d'une offre obligatoire serait en réalité particulièrement malaisé dans la mesure où il supposerait d'apprécier, de façon rétrospective, l'emprise de l'actionnaire sur l'assemblée générale [...] »¹¹⁰⁷. Partant, le mouvement de standardisation de la réglementation des offres est bienvenu même s'il aboutit, par ricochet, à diminuer la protection offerte aux actionnaires.

B. Une protection proportionnée

322. Proportionnalité et protection des minoritaires. La défense des minoritaires n'a pas abouti à totalement sacrifier les intérêts des autres acteurs. Des mesures trop liberticides risqueraient de ne plus rendre réalisables les prises de contrôles, ce qui nuirait à l'attractivité de la place. Dès l'origine de la réglementation des offres, les autorités ont donc cherché à parvenir à un équilibre entre les intérêts en présence¹¹⁰⁸. Cette recherche de proportion entre les mesures de protection déployées et la confiance dans le marché n'a pas cessé depuis. Elle s'est traduite par l'augmentation des tempéraments au caractère irrévocable des offres, la multiplication des aménagements à l'obligation de déposer une offre, et par la suppression de certaines mesures jugées disproportionnées.

323. Augmentation des tempéraments au caractère irrévocable de l'offre. En 1989, les tempéraments au principe d'irrévocabilité étaient pour le moins limités. Exception faite de certains avis ambigus de la Société des bourses françaises¹¹⁰⁹, la réglementation ne connaissait que trois hypothèses dans lesquelles l'initiateur d'une offre était autorisé à renoncer ou modifier les termes de son offre. La première concernait les seules offres d'échange et visait l'hypothèse où l'assemblée générale de l'initiateur refusait d'émettre les

¹¹⁰⁶ P. PESCATORE, *Introduction à la science du droit*, op cit., n°140.

¹¹⁰⁷ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, préc., p.32.

¹¹⁰⁸ N. DECOOPMAN, *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, op cit., p.213.

¹¹⁰⁹ A. VIANDIER, *OPA, OPE, garantie de cours, retrait, OPV, droit des offres publiques*, 2^e éd., Litec, 1993, n°569 et n°609.

titres destinés à rémunérer les apporteurs à l'offre¹¹¹⁰, la seconde le dépôt d'une offre concurrente¹¹¹¹, et la dernière le cas d'une surenchère déposée par l'initiateur¹¹¹². Ces hypothèses figurent toujours au sein du Règlement général de l'AMF¹¹¹³. La liste s'est toutefois enrichie afin de réduire la contrainte pesant sur les initiateurs lorsqu'elle s'avérait démesurée au regard de l'objectif de protection des minoritaires.

Une exception supplémentaire figure à l'article 232-11 alinéa 2 du RG AMF. Introduite en 1997¹¹¹⁴, elle autorise l'initiateur à renoncer à son offre lorsqu'elle devient sans objet ou que la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée. Ce tempérament contrebalance l'allongement des délais des offres et la multiplication des mesures de défenses rencontrées. Le texte a d'ailleurs été modifié à la suite de l'abandon du principe de neutralité des organes de direction des sociétés cibles afin de permettre à l'AMF d'autoriser plus largement un initiateur à renoncer à son projet si des mesures de défenses ont pour conséquence un renchérissement de l'offre¹¹¹⁵. Les hypothèses visées par l'article s'expliquent par la modification de la situation initiale, modification qui permet de revenir sur la proposition faite lorsque les circonstances qui existaient au moment où elle a été exprimée ne persistent plus. Afin de ne pas faire peser de contraintes dirimantes sur l'initiateur, la réglementation l'autorise à revenir sur la protection offerte aux actionnaires en renonçant à son offre. D'une certaine façon, ces hypothèses traduisent la clause *rebus sic sanctibus*, qui exprime l'idée que le consentement est conditionné à la permanence de l'état qui existait au jour où il a été exprimé¹¹¹⁶. Elles dérogent à la conception française du droit des contrats qui, jusqu'en 2016, exprimait une réticence certaine à l'égard de la révision pour imprévision.

Un tempérament additionnel est prévu à l'article 231-12 alinéa 2 du RG AMF. Il permet d'autoriser un initiateur, en fonction des dispositions législatives, réglementaires ou statutaires qui lui sont applicables, « à assortir l'ouverture de son offre d'une condition d'autorisation préalable de l'opération par l'assemblée générale de ses actionnaires sous réserve que cette assemblée ait déjà été convoquée lorsque le projet d'offre est déposé ». Bien que cette exception au principe d'irrévocabilité n'ait encore jamais été mise en œuvre, elle

¹¹¹⁰ Art. 5-2-5 al.7 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹¹¹¹ Art. 5-2-15 al.2 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹¹¹² Art. 5-2-22 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹¹¹³ Art. 231-12, 232-6 et 232-11 RG AMF.

¹¹¹⁴ A. VIANDIER, « La réforme du droit des offres publiques », *RJDA* 1997, p.499, *spéc.* n°25 et s.

¹¹¹⁵ AMF, *Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les OPA*, 13 mai 2014, p.6.

¹¹¹⁶ P. ANCEL, « Imprévision », *Rép. civ.*, Dalloz, 2017, n°10-11 ; F. TERRÉ, Ph. SIMLER, Y. LEQUETTE, F. CHÉNÉDÉ, *Les obligations*, 13^e éd., Dalloz, 2022, n°628.

s'adresse principalement aux sociétés anglaises qui, avant son entrée en vigueur, ne pouvaient conditionner leur offre à l'approbation de leur assemblée d'actionnaires¹¹¹⁷. En ce qu'elle assouplit les contraintes pesant sur les initiateurs, cette faculté rééquilibre le centre de gravité des offres en facilitant les opérations de regroupement sans diminuer exagérément la protection offerte aux minoritaires.

Une autre réserve est posée à l'article 231-10 du RG AMF. La disposition autorise l'initiateur qui déposerait deux offres sur des sociétés distinctes à lier le succès de l'une à la réussite de l'autre. Introduite par arrêté du 18 décembre 2000 à la suite de l'affaire BNP-Paribas-Société Générale, cette faculté garantit aux investisseurs à l'origine de projets industriels de grande ampleur de voir leur souhait entièrement réalisé, et dans le cas contraire, de pouvoir renoncer à l'acquisition du contrôle d'une société qui, isolément, présenterait pour eux peu d'intérêt.

Enfin, depuis un arrêté du 15 novembre 2002, la réglementation accorde à l'offrant le droit d'assortir son projet d'offre d'une condition suspensive relative à l'obtention d'une autorisation de concentration délivrée par les autorités de concurrence. Opportun, le dispositif aujourd'hui prévu à l'article 231-11 du RG AMF permet aux initiateurs de revenir sur leurs offres lorsque le droit de la concurrence fait obstacle à l'aboutissement de leurs projets.

324. Multiplication des aménagements à l'obligation de déposer une offre. La standardisation du droit des offres s'est accompagnée de l'augmentation du nombre d'aménagements à l'obligation de déposer une offre. Ce mouvement tend à atténuer les inconvénients inhérents à l'emploi de critères quantitatifs comme faits générateurs des offres. La multiplication des aménagements permet ainsi de ne pas oublier que les seuils fixés pour caractériser une prise de contrôle représentent de simples probabilités qui doivent être rectifiées lorsqu'elles saisissent mal la réalité¹¹¹⁸. Les aménagements assurent que la protection s'arrête là où ses motifs cessent.

La comparaison des aménagements prévus dans l'ancien Règlement du CBV avec ceux qui figurent désormais au sein du RG AMF rend compte de l'augmentation. En 1989, l'article 5-4-6 du RG CBV listait huit hypothèses dans lesquelles l'autorité de marché était susceptible d'accorder une dérogation à l'obligation de déposer une offre. L'article 234-9 du RG AMF compte quant à lui onze cas de dérogations, auxquels s'ajoutent une autorisation

¹¹¹⁷ COB *Rapport annuel* 1988, p.82.

¹¹¹⁸ A. BÉNABENT, *La chance et le droit*, préf. J. Carbonnier, LGDJ, 1973, n°192 et n°218.

conditionnelle et deux hypothèses de non-lieu à dépôt qui figurent aux articles 234-4 et 234-7 du Règlement général. La confrontation simplement quantitative du nombre d'aménagements ne renvoie toutefois qu'une vue partielle de l'évolution. En effet, à la suite de la réforme des offres publiques réalisée en 1998, les hypothèses de dérogations d'hier sont, pour partie, devenues des cas d'autorisations conditionnelles ou de non-lieu à dépôt. Une comparaison plus fine permet d'observer que la réglementation actuelle a non seulement repris la quasi-totalité des dérogations qui figuraient initialement dans le Règlement CBV, mais a également élargi leur champ, tout en leur adjoignant des hypothèses supplémentaires.

En premier lieu, les dérogations prévues dans le Règlement CBV ont été reprises par le Règlement actuel. Les hypothèses visées à l'ancien article 5-4-6 a) et c) ont ainsi été intégrées à l'article 234-9 1°, 234-9 2°, 234-9 3° et 234-9 5° du RG AMF¹¹¹⁹. De même, sous réserve de la dérogation pour détention préalable du contrôle qui a disparu pour des raisons déjà exposées¹¹²⁰, les cas qui figuraient à l'article l'article 5-4-6 d), 5-4-6 e) et 5-4-6 f) sont aujourd'hui englobés par la lettre de l'article 234-9 6° du RG AMF. Enfin, le cas de mise en concert visé à l'ancien article 5-4-6 h) et dont la mise en œuvre était rare, est désormais détaillé à l'article 234-7 du RG AMF.

En deuxième lieu, certaines dérogations visées par l'ancien Règlement CBV ont vu leur domaine s'élargir. C'est le cas de l'hypothèse qui figurait à l'article 5-4-6 b) et qui permettait à un actionnaire ayant franchi le seuil du tiers du capital d'une société de ne pas déposer d'offre lorsque l'acquisition du nombre de titres au-delà de ce seuil n'excédait pas 3 % du total du capital ou des droits de la société et qu'il s'engageait à reclasser les titres excédentaires dans un délai de 18 mois. Cette hypothèse est partiellement reprise à l'article 234-4 du RG AMF. Si le délai a été abaissé à 6 mois, l'arrêté du 31 janvier 2011 a largement assoupli le dispositif en supprimant la référence au seuil de 3 %. Désormais, l'autorisation de franchissement temporaire du seuil de l'offre obligatoire peut être accordée sans considération de l'importance du dépassement. La justification de cette modification a été apportée par l'AMF : elle répond au besoin de ne pas « faire peser l'obligation d'offre sur un actionnaire de façon injustifiée ou disproportionnée au regard des circonstances. Il s'agirait de viser les situations transitoires dans lesquelles le débiteur potentiel de l'obligation d'offre ne poursuit pas un objectif de prise de contrôle et s'engage à ramener sa détention en

¹¹¹⁹ On remarquera que la lettre de l'article 234-9 2° du RG AMF, qui vise l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires, semble plus restrictive que l'ancienne hypothèse visée à l'article 5-4-6 a) du RG CBV, qui ne conditionnait pas la dérogation à l'existence de difficulté financière. La différence n'est toutefois qu'esthétique, les autorités ayant très tôt précisé que cette dérogation ne jouait qu'en présence d'entreprises en difficulté (COB, *Rapport annuel* 1992, p.137).

¹¹²⁰ V. *supra* n°321.

deçà du seuil d'offre publique concerné dans un délai raisonnable »¹¹²¹. Le débiteur éventuel de l'obligation d'offre n'ayant pas la volonté de prendre le contrôle de la société concernée, la défense des minoritaires ne souffre pas de l'innovation. La reformulation des hypothèses visées à l'ancien article 5-4-6 g) et 5-4-5 h) du Règlement CBV a aussi abouti à étendre leur champ d'application. Ainsi, la dérogation fondée sur l'hypothèse où les personnes qui contrôlent la société émettrice « procèdent à un reclassement de titres à l'intérieur de leur groupe » a été étendue aux opérations de reclassement « ou s'analysant comme un reclassement »¹¹²², ce qui permet d'englober des situations plus nombreuses, comme les hypothèses de substitution d'actionnaires sans altération du contrôle¹¹²³.

En dernier lieu, de nouvelles dérogations sont venues s'ajouter à celles initialement prévues. C'est le cas de la situation visée au 4° de l'article 234-9 du RG AMF, qui permet d'obtenir une dérogation en cas de cumul d'une opération de fusion ou d'apport soumis à l'approbation de l'assemblée générale et de la conclusion d'un accord constitutif d'une action de concert. Ajoutée en 1998, cette hypothèse complète le dispositif antérieur qui ne visait pas les situations de mise en concert. D'autres aménagements ont été introduits afin de tempérer les conséquences de certaines réformes législatives. Ainsi la dérogation qui figure au 6° *bis* de l'article 234-9 du RG AMF s'explique par l'introduction du seuil légal de caducité pour l'ensemble des offres publiques, qui rend nécessaire de prévoir, en cas de franchissement du seuil en capital, une dispense pour le seuil en droit de vote qui ne serait franchi qu'après la clôture de l'offre¹¹²⁴. Les hypothèses visées aux 8° et 9° du même article font suite à l'extension du champ des offres obligatoires aux situations de détention indirecte d'une société cotée. Elles posent une dérogation à l'obligation de déposer une offre sur la filiale d'une société lorsque cette filiale ne constitue pas un actif essentiel pour la société mère, et assurent ainsi un certain équilibre entre la protection des minoritaires et la restructuration des groupes cotés¹¹²⁵. Enfin, le cas qui figure à l'article 234-9 10° du RG AMF vise à contenir les conséquences parfois délicates de la généralisation du droit de vote double dans les sociétés cotées. Opérée par la loi du 29 mars 2014, cette généralisation était de nature à placer la participation de certains actionnaires au-dessus du seuil de l'offre obligatoire. Tous ces aménagements participent à l'équilibre de la réglementation. Ils assurent que le dépôt d'une offre ne soit pas exigé lorsque la protection des intérêts minoritaires n'est pas justifiée.

¹¹²¹ AMF, *Consultation publique sur le projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition*, 3 déc. 2010, p.2.

¹¹²² Art. 234-9 7° RG AMF.

¹¹²³ Pour une illustration v. A VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1735.

¹¹²⁴ AMF, *Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les OPA*, 13 mai 2014, p.23.

¹¹²⁵ J. VISCONTI, Q. BERTRAND, « L'insaisissable notion d'actif essentiel', obstacle aux offres publiques obligatoires sur les filiales cotées », *Bull. Joly Bourse* mai 2022, p.30 et s., *spéc.* p.31.

325. Suppression des dispositifs offrant une protection disproportionnée. La recherche d'équilibre a aussi abouti à supprimer certains dispositifs jugés disproportionnés au regard de l'impératif de protection. Nullement conçu comme absolu, cet impératif ne saurait systématiquement justifier une entrave au jeu traditionnel du marché ou à la gouvernance des sociétés commerciales. Aussi le législateur a-t-il été amené à revoir certains mécanismes que rien ne légitimait plus.

326. Modalités de calcul des seuils de déclenchement des offres. Pour mieux appréhender l'influence réellement exercée par les actionnaires sur les sociétés cotées, le rapport Field recommanda, en 2008, que le seuil de déclenchement des offres soit calculé en suivant des modalités identiques à celles retenues en matière de franchissement de seuils¹¹²⁶. La loi du 22 octobre 2010 reprit cette idée et aligna les instruments à comptabiliser pour le calcul des seuils des offres publiques sur ceux des déclarations de seuil¹¹²⁷. Par cette assimilation, la réforme étendit le domaine des offres obligatoires et, dans le même temps, la protection des minoritaires en cas de changement de contrôle¹¹²⁸. L'alignement réalisé n'était toutefois pas exempt de toute critique. Poussée à l'extrême, la méthode de calcul retenue était susceptible d'intégrer au numérateur du seuil des offres publiques des instruments financiers qui ne représentaient pas le pouvoir de l'actionnaire mais sa seule influence potentielle. Pour le calcul du seuil de l'offre obligatoire, le rapport Field recommandait ainsi de prendre en compte « les instruments financiers donnant le droit d'acquérir des actions déjà émises (recommandations n° 1 et 2) et procurant une exposition économique aux actions (recommandation n° 3) »¹¹²⁹. À la veille de l'adoption de la loi Warsmann II, qui soumit les instruments dérivés à dénouement monétaire à déclaration au titre des franchissements de seuil¹¹³⁰, l'assimilation des méthodes de calcul était donc porteuse d'un véritable danger : celui de voir un investisseur tenu de déposer une offre sur une société du fait d'une simple exposition économique sur ses titres. Comme le relevait Monsieur Stéphane Torck à propos du projet de loi, le dispositif était susceptible de faire « naître cette incongruité de devoir déposer un projet d'offre sous prétexte d'une exposition économique sur le titre d'un émetteur, jugée comme conférant à son titulaire l'équivalent d'une détention "en dur" le conduisant à franchir le seuil de 30 % »¹¹³¹. Fort heureusement, le législateur opta pour une approche plus équilibrée et brida le dispositif. La loi du 22 mars 2012 refusa d'inclure les

¹¹²⁶ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, préc., p.30-31.

¹¹²⁷ Art. L.433-3 I Code mon. fin.

¹¹²⁸ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, préc., p.30.

¹¹²⁹ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, préc., p.31.

¹¹³⁰ Loi n°2012-387 du 22 mars 2012, préc.

¹¹³¹ S. TORCK, « Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissements de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi ? », *Bull. Joly Bourse* nov. 2011, p.576 et s., spéc. p.576-577.

instruments dérivés à dénouement monétaire dans le périmètre du seuil des offres obligatoires. Le législateur modifia en conséquence l'article L.433-3 du Code monétaire et financier pour exclure du calcul des seuils des offres les accords et instruments mentionnés à l'article L.233-9 I 4° *bis* du Code de commerce¹¹³². Cohérent, le dispositif distingue ainsi les exigences liées à l'impératif de transparence, qui cherchent à anticiper les changements de contrôle en prenant en compte l'influence potentielle des actionnaires, de celles liées à l'impératif de protection des minoritaires, qui visent à offrir un droit de sortie aux minoritaires en cas de changement de contrôle d'une société cotée¹¹³³.

327. Prix plancher et retrait obligatoire. Jusqu'en 2019, en matière de retrait obligatoire, la réglementation prévoyait un prix plancher pour le calcul de l'indemnité versée aux minoritaires. Ainsi, les anciens articles L.433-4 II du Code monétaire et financier et 237-8 du RG AMF exigeaient que l'indemnité retenue soit au moins égale au prix de l'offre publique de retrait qui précède le retrait obligatoire ou supérieure à ce prix « si des événements susceptibles d'influer sur la valeur des titres concernés sont intervenus depuis la déclaration de conformité de l'offre publique de retrait ». En vertu de ce dispositif, entre l'offre de retrait et le retrait obligatoire, seuls les événements susceptibles d'influer positivement sur la valeur des titres pouvaient donc être pris en compte. Ce prix plancher n'incitait pas l'actionnariat résiduel des sociétés cotées à apporter leurs titres aux offres de retraits, l'indemnité du retrait obligatoire étant, du fait de la loi, nécessairement supérieure ou égale au prix retenu pour la précédente offre. Débridée, la protection offerte aboutissait en conséquence à ce que les minoritaires « bien qu'encore actionnaires [...] ne participent déjà plus, par la volonté du législateur, au risque de l'entreprise et aux pertes sociales »¹¹³⁴. Pourtant, contrairement aux autres prix planchers, qui s'expliquent soit par la volonté d'offrir aux minoritaires un accès à la prime de contrôle¹¹³⁵, soit par le risque particulier de spoliation auquel ils sont confrontés¹¹³⁶, le prix plancher pour la période intercalaire entre l'offre de retrait et le retrait obligatoire se comprend difficilement. Rien n'explique en effet que les variations intervenues ne jouent qu'à la hausse pour déterminer l'indemnisation versée. Lorsque le destinataire d'une offre de retrait choisit de ne pas profiter de la porte de sortie qui lui est proposée et qu'il se voit ensuite contraint de se retirer de la société du fait d'une

¹¹³² Art. L.433-3 I Code mon. fin.

¹¹³³ Prolongeant cette logique, Monsieur Stéphane Torck estime que la loi du 22 mars 2012 aurait pu revenir sur l'assimilation des instruments financiers à dénouement physique et considère qu'en s'y refusant, cette loi représente « une occasion manquée de revenir sur un dispositif qui, à l'époque, n'avait certainement pas été correctement évalué » (S. TORCK, « Aspects de droit des marchés financiers de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives », *Dr. Soc.* mai 2012, comm. 84, *spéc.* p.28).

¹¹³⁴ A. PIETRANCOSTA, J.-F. PRAT, « Offres publiques et droits des sociétés », *op cit.*, n°335.

¹¹³⁵ V. *supra* n°287.

¹¹³⁶ V. *supra* n°292.

procédure de retrait obligatoire, aucune raison ne justifie que l'initiateur de celle-ci supporte seul l'aléa des événements susceptibles de se produire pendant la période séparant ces deux offres. Aussi, la recherche d'équilibre entre la protection accordée aux minoritaires et les contraintes imposées aux contrôlares commandait de revenir sur ce dispositif. Il est heureux que le législateur ait profité de la loi Pacte et de la réforme du retrait obligatoire pour abolir cette faveur imméritée et supprimer ce prix plancher.

328. Conclusion de Section. L'analyse statique montre que le principe de protection est présent à tous les temps de la procédure d'offre. Il encadre la rencontre des volontés de l'initiateur et des actionnaires sollicités. À l'envers de la situation de l'offrant, tenu de déposer une offre irrévocable et universelle, les titulaires de titres visés bénéficient d'un cadre particulièrement favorable à leurs intérêts. Les règles relatives à la fixation de la contrepartie et à l'intervention de l'expert indépendant sauvegardent leurs intérêts pécuniaires. Leurs intérêts stratégiques sont également préservés par la réglementation, qui garantit une certaine liberté des choix aux destinataires de l'opération. Elle leur octroie la faculté de révoquer leurs ordres de présentation et neutralise très largement les restrictions qui touchent aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote. Elle œuvre aussi pour que l'acceptation de l'offre par ses destinataires ne reste pas sans effet. En cas de large succès de l'opération, l'initiateur pourra exercer sa nouvelle influence lors de l'assemblée générale qui suivra la clôture de l'offre. L'approche dynamique de la réglementation révèle d'ailleurs que les dispositifs assurant le respect des intérêts minoritaires se sont multipliés au cours du temps. Elle met aussi en lumière un autre mouvement, complémentaire du premier, par lequel les autorités ont cherché à introduire un équilibre entre la protection offerte et les contraintes qui pèsent sur les majoritaires. Cette recherche d'équilibre s'est d'abord soldée par une standardisation de la réglementation des offres, qui s'est traduite par l'abandon de l'approche concrète du pouvoir au profit d'une approche par les seuils. Cette évolution, qui diminue par certains aspects la protection offerte aux minoritaires, emporte aussi, par la prévisibilité des solutions à laquelle elle aboutit, une amélioration du cadre juridique qui bénéficie à l'ensemble des acteurs présents sur le marché. Cette quête d'équilibre s'est également manifestée par l'augmentation des tempéraments au caractère irrévocable des offres, par la multiplication des aménagements à l'obligation de déposer une offre, et par la suppression de mécanismes offrant une protection démesurée. L'exclusion des instruments financiers à dénouement monétaire du calcul des seuils des offres publiques et la suppression du prix plancher en matière de retrait obligatoire en portent le témoignage.

329. Conclusion de Chapitre. Irradiant la réglementation, les principes directeurs de transparence et de protection confèrent une unité logique à la diversité de règles qui régissent la procédure d'offre. Ils permettent d'opérer une présentation didactique de cette branche du droit. L'étude de la réglementation sous le prisme de ses principes directeurs révèle ainsi les axes majeurs autour desquels s'ordonnent les différentes règles encadrant les offres publiques.

L'analyse statique du cadre juridique des offres a permis de répartir les règles qui le composent autour des deux principes directeurs. Cette approche a montré que les règles qui constituent l'expression du principe de transparence poursuivent deux finalités. Elles concourent dans un premier temps à anticiper les changements de contrôle puis, dans un second, à éclairer le marché vis-à-vis de l'offre déposée. Pour ce faire, la réglementation déploie des modes objectifs et subjectifs de détection des changements de contrôle. Elle garantit ensuite que les informations relatives au contenu de l'offre, comme celles qui permettent d'en évaluer les chances de succès, soient communiquées au public. Le principe de protection s'exprime quant à lui à tous les niveaux de la procédure : les faits générateurs des offres traduisent la volonté de protéger les minoritaires à l'égard des changements de contrôle ou de certaines conséquences susceptibles de découler de l'exercice solitaire du contrôle, tandis que les règles qui régissent le déroulement des offres entament la liberté des initiateurs afin de préserver les intérêts des actionnaires non-contrôlares.

L'analyse dynamique de la réglementation, elle, offre à voir les transformations qui, au cours du temps, ont affecté la portée des principes directeurs et la teneur des règles qui en constituent l'expression. Elle montre que les deux principes ont connu une évolution analogue : leur force de rayonnement a continuellement progressé sans jamais faire d'eux des impératifs absolus. L'augmentation des informations délivrées au marché et des dispositifs destinés à sauvegarder les intérêts minoritaires a ainsi été contrebalancée par l'ajustement progressif de ces mesures. Cet ajustement a abouti à la standardisation de l'information obligatoire et des mesures de protection. Il a également introduit une plus grande adéquation entre les dispositions techniques et les finalités qu'elles poursuivent, ce qui a mené à l'aménagement de certaines règles, voire à leur suppression.

CHAPITRE 2. LA FONCTION DE CONSTRUCTION DU DROIT

330. Annonce. Les principes directeurs constituent les objectifs assignés à la réglementation des offres qu'il appartient à l'AMF de réaliser¹¹³⁷. À côté de leur fonction de présentation de cette branche du droit, ils concourent donc également à sa construction. Cette seconde fonction se dédouble. Elle s'exprime d'abord par l'éclairage que les principes apportent aux règles techniques qui régissent cette branche du droit. Manifestation des finalités de la réglementation, les principes directeurs font figure de *principia cognoscendi*, et constituent des outils pour l'interprétation et l'application des autres normes juridiques¹¹³⁸. Ils revêtent ainsi une fonction interprétative (**Section 1**). Au-delà de l'éclairage du droit positif qu'ils livrent, les principes directeurs renseignent également sur les évolutions probables de la réglementation. Encadrant la capacité de production normative de l'autorité de marché, les principes directeurs jouent un rôle dans la sécrétion des règles régissant les offres publiques. Ils revêtent à ce titre une fonction prospective (**Section 2**).

Section 1. La fonction interprétative des principes directeurs

331. Principes directeurs et interprétation téléologique du droit des offres. En tant qu'objectifs assignés à la réglementation des offres, les principes directeurs commandent d'opter pour une interprétation téléologique des règles qui en constituent la traduction. En présence d'une règle dont la portée est sujette à controverse, l'autorité de marché et le juge judiciaire dissiperont son ambiguïté en l'interprétant à la lumière des principes de transparence et de protection. Si cette pratique est heureuse, elle n'est toutefois pas sans risque. Le recours à une interprétation finaliste peut aussi mener le juge ou l'AMF à s'ériger en législateur, et à dégager non la signification de la norme, mais ce qu'il souhaiterait qu'elle fût.

332. Annonce. Si les principes directeurs des offres constituent avant tout une ressource pour l'interprétation des règles de droit (§1), leur utilisation peut aboutir à dénaturer une règle prétendument interprétée conformément à sa *ratio legis* (§2).

¹¹³⁷ V. *supra* n°136 et s., n°204 et s.

¹¹³⁸ A.-E. PÉREZ LUÑO, « Los principios generales del derecho : un mito jurídico ? », *préc.*, p.16-17.

§1. Les principes directeurs, ressources pour l'interprétation des règles

333. Annonce. Une fonction interprétative est souvent reconnue aux principes directeurs. La doctrine voit généralement dans ces principes des directives d'interprétation pour l'application d'énoncés normatifs plus techniques¹¹³⁹. L'intérêt contentieux des principes directeurs des offres publiques résiderait donc dans leur capacité à guider l'interprète face à la complexité de l'édifice réglementaire¹¹⁴⁰. Décrivant les finalités de cette branche du droit, les principes fournissent à l'interprète des indications explicites quant aux orientations vers lesquelles les dispositions techniques sont tournées. Il est dès lors cohérent que les autorités chargées d'appliquer le droit des offres aient recours, pour interpréter les règles qu'elles mobilisent, au principe directeur de transparence (I) et à celui de protection (II).

I. L'interprétation à l'aune du principe de transparence

334. Fonction interprétative du principe de transparence. Malgré son absence d'effet direct, le principe de transparence joue un rôle au contentieux. Parce qu'il constitue un des objectifs principaux de la réglementation, les juges s'y réfèrent pour éclairer le sens et la portée des règles qu'ils mobilisent¹¹⁴¹. Plusieurs décisions en témoignent.

335. Champ d'application de l'art. 356-1-4 de la loi du 24 juillet 1966. La première utilisation du principe de transparence afin de dégager la portée exacte d'une règle date du début des années 1990. Appelé à connaître de la montée du groupe Exor au capital de la société Perrier, le Tribunal de commerce de Nîmes avait à se prononcer sur le dispositif de publicité des pactes d'actionnaires mis en place par la loi du 2 août 1989 et son éventuelle application à des pactes conclus avant l'entrée en vigueur de cette loi. Initialement inscrit à l'article 356-1-4 de la loi du 24 juillet 1966, ce dispositif prévoyait que toute convention conclue entre les actionnaires d'une société et qui comportait des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions devait être transmise au Conseil des bourses de valeurs. Le dispositif ne prévoyait rien quant aux pactes conclus avant l'entrée en vigueur de la loi du 2 août 1989. Deux positions étaient envisageables. La première était de considérer qu'à

¹¹³⁹ G. ROUHETTE, « L'article premier des lois », *op cit.*, n°13 ; E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, *op cit.*, n°385 ; R. KHORIATY, *Les principes directeurs du droit des contrats*, *op cit.*, n°7 ; M. GOUBINAT, *Les principes directeurs du droit des contrats*, *op cit.*, n°203 ; S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, *op cit.*, n°507 et s.

¹¹⁴⁰ N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, « OPA-OPE : présentation générale », *op cit.*, n°186.

¹¹⁴¹ Sur ce phénomène en matière de régulation économique v. O. DOUVRELEUR, « Les objectifs de la régulation et le contrôle du juge judiciaire », in *Les objectifs de la régulation économique et financière*, *op cit.*, p.257 et s., *spéc.* p.263-264.

défaut de disposition expresse en ce sens, le principe de survie de la loi ancienne jouait pleinement et l'obligation de transmission ne s'appliquait pas aux pactes antérieurs à l'entrée en vigueur de la loi. La seconde, conforme à l'évolution dans le temps du domaine de la transparence, revenait à considérer que l'efficacité du mécanisme se trouvait conditionnée à ce que les pactes conclus avant l'entrée en vigueur de la loi fassent aussi l'objet d'une publication. C'est cette dernière vision qui fut retenue par les juges dans un jugement rendu le 18 février 1992 : « l'exigence de transparence emporte à l'évidence obligation de publication des pactes existant antérieurement à la loi du 2 août 1989 ; s'agissant d'une mesure de publicité, elle ne peut s'avérer efficace que dans ces conditions ; il est regrettable que le législateur ne l'ait pas clairement exprimé, et qu'il n'ait pas prévu une sanction en cas de manquement »¹¹⁴². Deux enseignements peuvent être tirés de la formule. Le premier, déjà remarqué, est que l'exigence de transparence doit être traduite dans un texte d'application pour que sa violation puisse être sanctionnée¹¹⁴³. Le second, inédit, touche à la fonction interprétative du principe qui permet, en tant que de besoin, d'évacuer l'ambiguïté inhérente à toute formule législative.

336. Déclaration de changement d'intention prévue à l'art. 231-47 RG AMF. Dans une décision du 17 juin 2021, le principe de transparence a également permis à la Commission des sanctions de préciser les termes employés par l'article 231-47 du RG AMF¹¹⁴⁴. Ce texte prévoit qu'en période d'offre, à l'exception de l'initiateur de l'opération, toute personne qui vient à accroître depuis le début de la période d'offre le nombre d'actions qu'elle possède d'au moins 2 % du capital de la société visée, ou qui vient simplement à accroître sa participation si elle détient plus de 5 % du capital ou des droits de vote, est tenue de déclarer immédiatement à l'AMF les objectifs qu'elle poursuit au regard de l'offre en cours. La disposition ajoute qu'en cas de changement d'intention, une nouvelle déclaration doit être établie et communiquée sans délai à l'autorité de marché. En l'espèce, la Commission des sanctions avait à connaître de certains agissements réalisés par la société Consellior à l'occasion de l'offre publique déposée sur les titres de la société Baccarat. Lors de cette offre Consellior avait, le 21 novembre 2018, déclaré avoir l'intention de poursuivre ses achats de titres Baccarat et ne pas avoir encore pris de décision quant à l'apport éventuel de ses titres à l'OPA, avant de changer brusquement de position et d'apporter ses actions à l'offre, sans déclarer préalablement avoir changé ses intentions. Afin de se prononcer sur ce comportement, la Commission eut recours au principe directeur de transparence pour éclairer l'application de l'article 231-47 du RG AMF. Elle observa que pour « répondre pleinement

¹¹⁴² TC Nîmes, 18 fév. 1992, *préc.*

¹¹⁴³ V. *supra* n°132 et s.

¹¹⁴⁴ AMF, Com. Sanct., SAN-2021-11, 17 juin 2021, *préc.*, n°31.

à l'objectif de transparence, la déclaration de changement d'intention prévue à l'article 231-47 du règlement général de l'AMF doit intervenir sans délai, c'est-à-dire avant même la mise en œuvre de la décision d'apporter ou de ne pas apporter les titres concernés à l'offre »¹¹⁴⁵. La Commission des sanctions considéra en conséquence que Consellior avait violé l'article précité en apportant ses titres sans faire précéder cet apport d'une déclaration de changement d'intention¹¹⁴⁶. Cohérente, cette interprétation est la seule capable d'attribuer un sens logique au texte au regard de l'objectif qu'il poursuit. En effet, si la déclaration de changement d'intention pouvait intervenir après réalisation de la cession, elle ne se distinguerait pas d'une déclaration de cession¹¹⁴⁷. Il est donc heureux que le régulateur ait utilisé le principe de transparence pour procéder à une application finaliste de la règle.

II. L'interprétation à l'aune du principe de protection

337. Fonction interprétative du principe de protection. Comme la transparence, le principe de protection constitue une ressource pour l'interprétation des règles qui régissent la procédure d'offre. Il arrive d'ailleurs que les dispositions réglementaires fassent elles-mêmes écho au principe pour préciser leur mise en œuvre. C'est le cas de l'article 236-6 du RG AMF, qui évoque différentes hypothèses susceptibles de donner lieu à l'ouverture d'une offre de retrait, et qui précise que pour chacune d'elles, il revient à l'AMF d'apprécier « les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société ». Visés par le prisme des « droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou de droits de vote », les intérêts des minoritaires font ainsi office de clef d'interprétation des concepts mobilisés par cet article, comme ceux de « modifications significatives » ou de « principal des actifs ». L'AMF considère en conséquence que le caractère significatif d'une modification de la société s'apprécie au regard des effets qu'elle emporte pour les droits et intérêts des minoritaires¹¹⁴⁸. Il en est de même s'agissant du caractère principal d'un actif¹¹⁴⁹. Bienvenue, cette interprétation assure que la protection offerte par la mise en œuvre des offres de retrait demeure équilibrée et qu'elle ne soit pas due lorsqu'elle n'apparaît pas justifiée. Au-delà de l'hypothèse où le texte opère une référence directe à la protection des minoritaires, il est

¹¹⁴⁵ AMF, Com. Sanct., SAN-2021-11, 17 juin 2021, *préc.*, n°31.

¹¹⁴⁶ AMF, Com. Sanct., SAN-2021-11, 17 juin 2021, *préc.*, n°46.

¹¹⁴⁷ D. SCHMIDT, « Déclarations de cession et d'intention en cours d'OPA », *Bull. Joly Bourse* sept. 2021, p.32, *spéc.* n°5.

¹¹⁴⁸ V. not. CMF, déc. n°200C0181, 3 févr. 2000, *Aérospatiale Matra* ; AMF, déc. n°209C0678, 15 mai 2009, *Ciments français* ; déc. n°215C0798, 11 juin 2015, *Stallergenes* ; déc. n°221C1343, 9 juin 2021, *Tikehau Capital* ; déc. n°222C0717, 29 mars 2022, *IGE + XAO*.

¹¹⁴⁹ AMF, déc. n°212C1433, 30 oct. 2012, *ANF Immobilier* ; AMF, *Rapport annuel* 2012, p.104.

également des situations dans lesquelles les autorités ont d'elles-mêmes recours au principe de protection afin de préciser le sens de certaines dispositions.

338. Intérêt à agir pour demander le dépôt d'une offre de retrait. Sur le terrain procédural, l'impératif de protection a été mobilisé par la Cour d'appel de Paris afin d'éclairer la compréhension du standard « d'intérêt à agir ». Pour confirmer l'intérêt à agir des minoritaires pour exiger le dépôt d'une offre de retrait, la cour d'appel releva que la mise en œuvre de cette procédure était destinée « à protéger [les] droits d'actionnaires minoritaires dans une société cotée contre certaines décisions prises par ceux qui la contrôlent » et que les minoritaires avaient donc un intérêt à agir du seul fait de leur qualité d'actionnaire, sans avoir à apporter la preuve supplémentaire d'avantages pécuniaires liés au dépôt d'une offre publique de retrait¹¹⁵⁰. L'interprétation est conforme au caractère impersonnel de la protection délivrée, qui ne dépend que du statut de minoritaire, et non de la personne ou de l'activité¹¹⁵¹.

339. Conséquences d'un litige entre le cédant et le cessionnaire du contrôle sur l'application de la réglementation OPA. La jurisprudence prit également appui sur le principe de protection pour se prononcer sur les conséquences d'un contentieux au regard de l'application de la réglementation des offres. Tenu au dépôt d'une garantie de cours à la suite du franchissement de seuil de 50 % du capital de la société Hubert Industries, le nouveau contrôlaire de cette société prétextait que l'existence d'un contentieux l'opposant aux cédants du contrôle faisait obstacle à la mise en œuvre de la garantie de cours. Devant la Cour de cassation, le cessionnaire prétendait que les juges du fond avaient rompu l'égalité de traitement et privilégié les actionnaires minoritaires en refusant de tenir compte du litige qui l'opposait aux cédants. Pour confirmer l'arrêt d'appel, la Cour de cassation souligna que la législation boursière avait « pour but de protéger les porteurs minoritaires et ne pouvait donc être écartée au motif qu'un litige opposait l'acquéreur du bloc de titres aux vendeurs »¹¹⁵². La solution, rendue à la lumière de l'impératif de protection, doit être approuvée. Elle évite que les personnes tenues au dépôt d'une offre puissent contourner la réglementation des offres trop aisément¹¹⁵³.

¹¹⁵⁰ CA Paris, 20 nov. 1991, *préc.*

¹¹⁵¹ V. *supra* n°168.

¹¹⁵² Cass. Com., n°93-15.444, 4 juill. 1995 ; D.1996, p.440, note Ch. Hannoun ; *Rev. Soc.* 1995, p.718, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly Bourse* mars 1996, p.157, note J.-M. Desaché.

¹¹⁵³ Ch. HANNOUN, « Quelques précisions sur la garantie de cours et l'action de concert (à propos de l'affaire Hubert Industries) », D.1996, p.440, *spéc.* n°19.

340. Prise de contrôle indirecte et obligation de déposer une offre. Le principe de protection a aussi permis de dresser les contours de l'obligation de déposer une offre en cas de prise indirecte de contrôle d'une société cotée. Précisant le champ d'application du dispositif, la Cour d'appel de Paris souligna qu'il avait « pour seul objet de permettre aux actionnaires minoritaires d'une société cotée dont le contrôle est pris indirectement d'être désintéressés dans les mêmes conditions que dans les hypothèses où le contrôle est pris directement »¹¹⁵⁴. Optant pour une interprétation téléologique de l'ancien article 5-3-7 du RG CMF, les juges décidèrent en conséquence que le texte devait s'appliquer même en présence d'une prise de contrôle dénuée d'intention frauduleuse¹¹⁵⁵.

341. Date d'appréciation du seuil de capital dans le cadre d'une offre publique de retrait. Une dernière illustration de la fonction interprétative attachée au principe de protection peut être trouvée dans une décision rendue par la Cour d'appel de Paris le 26 novembre 2020¹¹⁵⁶. L'arrêt fait suite au dépassement temporaire du seuil de 90 % des droits de vote de la société Bourrelrier par le concert familial contrôlaire, et à la saisine consécutive de l'AMF par des actionnaires minoritaires afin de provoquer le dépôt d'une offre de retrait sur le fondement de l'article 236-1 du RG AMF. Postérieurement à la saisine de l'autorité, les actionnaires familiaux avaient converti au porteur un certain nombre d'actions de sorte à leur faire perdre leur droit de vote double et ramener ainsi le niveau de participation à un seuil inférieur à celui visé par l'article 236-1. Aussi revenait-il aux magistrats de se prononcer sur la date à laquelle il convenait d'apprécier le niveau de détention requis pour déclencher la procédure de retrait. Optant pour une interprétation téléologique du dispositif, la cour d'appel considéra que la mise en œuvre d'une offre de retrait était justifiée dès lors qu'au jour de la saisine de l'autorité, le niveau de détention du contrôle était d'au moins 90 %, peu importe l'évolution ultérieure de cette participation. Les juges réaffirmèrent ainsi une solution antérieure de la Société des bourses de valeurs¹¹⁵⁷, et choisirent la seule interprétation permettant à l'offre de retrait de remplir son rôle premier, à savoir protéger les intérêts des minoritaires¹¹⁵⁸.

¹¹⁵⁴ CA Paris, 13 janv. 1998, *préc.*

¹¹⁵⁵ Pour une lecture identique de l'arrêt v. F.-L. SIMON, *Le juge et les autorités du marché boursier, op cit.*, n°667.

¹¹⁵⁶ CA Paris, n°20/05013, 26 nov. 2020, *Bourrelrier Groupe* ; RTDF 2020/4, p.3, note A. Pietrancosta ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2021, p.39, note D. Bompoint et V. Ramonéda ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2021, p.30, note D. Lamarche.

¹¹⁵⁷ À la fin de l'année 1990, le groupe AXA a dû lancer une OPR au profit des actionnaires de la société IDF alors qu'entre la saisine de l'autorité de marché et la décision de celle-ci, le niveau de participation d'Axa au sein du capital d'IDF était passé de 95,02% à 85% (COB, *Rapport Annuel* 1990, p.158-159).

¹¹⁵⁸ D. LAMARCHE, « OPR : seuil de détention apprécié au jour du dépôt de la demande des actionnaires minoritaires à l'AMF », *Bull. Joly Soc.* févr. 2021, p.30 et s., *spéc.* p.32.

342. Synthèse. Outils à la disposition des autorités, les principes directeurs permettent de procéder à une interprétation téléologique des dispositions techniques encadrant les offres. Leur utilisation assure que l'équivoque d'un texte ne fasse pas obstacle à ce qu'il remplisse le but qui lui est assigné. Le recours excessif à ces principes comporte néanmoins un risque : celui d'aboutir, sous couvert d'interprétation, à dénaturer les règles mobilisées.

§2. Les principes directeurs, porteurs d'un risque de dénaturation des règles

343. Interprétation et dénaturation. Interpréter n'est pas dénaturer. Si recourir aux principes directeurs est souhaitable pour garantir que les dispositions soient appliquées conformément à leur raison d'être, l'outil interprétatif que constituent les principes peut également amener le juge à retenir une lecture très libre de la disposition qui l'occupe. La portée herméneutique des principes peut alors aboutir à dénaturer la substance d'une règle au point de lui conférer un sens totalement déconnecté de sa portée initiale. Par leur force de rayonnement et leur fonction interprétative, les principes de transparence et de protection revêtent un potentiel normatif important, normalement contenu par leur défaut d'applicabilité directe. Ils restent toutefois à la disposition des autorités qui peuvent les mobiliser et leur offrir un avenir normatif non envisagé¹¹⁵⁹. Ce risque n'est ni nouveau, ni exclusif à la matière financière. Il existe dans toutes les branches du droit, du droit au logement¹¹⁶⁰ à la procédure pénale¹¹⁶¹. Il se retrouve en droit des offres, où le juge quitte parfois son rôle d'interprète pour celui de législateur et use des principes directeurs pour dénaturer la portée des règles de droit.

344. Les dangers de la dénaturation. Dépasser la lettre d'un texte au prétexte de faire primer sa *ratio legis* sur son *scriptum* n'est pas souhaitable pour trois raisons. Ce dépassement aboutirait d'abord à travestir la nature juridique des principes directeurs qui, de fait, en viendraient à produire des effets quasi directs en régissant des hypothèses non prévues par la loi. Cela les rapprocherait en conséquence de l'autre catégorie de principe dégagée,

¹¹⁵⁹ L'expression est tirée de A. GIUDICELLI, « Approche disciplinaire : les objectifs en droit privé », in *Les objectifs en droit*, op cit., p.137 et s., spéc. p.138.

¹¹⁶⁰ L'évolution des effets attachés à l'article 1^{er} de la loi du 22 juin 1982 qui proclame le caractère fondamental du droit au logement en constitue une illustration. Après avoir considéré que cette proclamation s'adressait au pouvoir réglementaire et était dépourvue d'effet direct pour les particuliers (J. GHESTIN, G. GOUBEAUX, M.-A. FRISON-ROCHE, *Traité de droit civil, introduction générale*, t.1, 4^e éd., LGDJ, 1994, spéc. n°318), la doctrine estime désormais que le droit au logement constitue un quasi droit subjectif (J. GHESTIN, H. BARBIER, J.-S. BERGÉ, *Traité de droit civil, introduction générale, op cit.*, n°504).

¹¹⁶¹ Longtemps considérés comme de simples outils interprétatifs, les principes énoncés à l'article préliminaire du Code de procédure pénale ont fini par être utilisés par l'autorité judiciaire pour créer de nouvelles règles de procédures (E. VERGÈS, « Principes directeurs du procès pénal. – Origine et force normative des principes directeurs », *préc.*, n°39 et s.).

celle des principes généraux du droit¹¹⁶². Ce dépassement nuit ensuite à la sécurité juridique : déconnectées des règles qui en concrétisent les effets, les conséquences des principes directeurs deviennent impossibles à appréhender, faute d'être clairement exprimées à l'état précontentieux. Enfin, ce dépassement confère un caractère absolutiste aux principes de transparence et de protection. Or, ces principes ne sauraient être absolus : une transparence totale, de même qu'une protection sans mesures, sont des maux contre lesquels il convient de lutter. Les principes directeurs ne constituent que des objectifs médiats au service d'une fin plus grande, celle de la confiance dans le marché financier¹¹⁶³.

345. Annonce. Afin d'en prévenir la récurrence, il convient de mettre en lumière les dénaturations opérées par le biais des principes directeurs. Les dépassements de la loi commis au nom des principes de transparence (I) et de protection (II) seront successivement présentés.

I. La dénaturation de la loi par la transparence

346. Un phénomène isolé. Si la jurisprudence use rarement du principe de transparence pour dénaturer le sens d'une disposition législative, ce phénomène n'est pas entièrement inconnu du droit financier. Confrontée à des comportements légitimes sur le terrain de la technique juridique, mais répréhensibles sur le plan de la morale économique, la Commission des sanctions, sous couvert d'interprétation, déforme parfois la teneur des règles afin d'appréhender ces agissements. Quatre contentieux permettent de prendre la mesure de ce phénomène.

347. Transparence, franchissement de seuil et *equity swaps*. La réglementation des franchissements de seuils permet de refléter la répartition du pouvoir au sein des sociétés cotées et d'anticiper les changements de contrôle¹¹⁶⁴. Afin de toujours saisir les dernières évolutions de la pratique, cette réglementation est sans cesse amendée. Il est possible de regretter l'instabilité qui découle des retouches législatives apportées presque chaque année au dispositif. Il faut néanmoins relever que les nombreuses règles techniques qui composent ce dispositif offrent une certaine sécurité juridique aux opérateurs. En prévoyant explicitement les seuils et les instruments qui doivent donner lieu à déclaration, le dispositif permet de connaître précisément les situations qui emportent déclaration et de les départager

¹¹⁶² V. *supra* n°54.

¹¹⁶³ V. *supra* n°139, n°205 et n°208.

¹¹⁶⁴ V. *supra* n°228.

de celles qui, du fait du silence de la loi, n'impliquent pas une telle obligation. En effet, si l'exigence de transparence est à la source des règles de franchissement de seuils, les développements qui précèdent ont montré qu'elle n'avait pas vocation à produire d'effet direct au contentieux. Sans norme de concrétisation, la transparence ne peut donc forcer un opérateur à effectuer une déclaration non prévue par les textes¹¹⁶⁵.

348. À l'occasion des affaires Wendel-Saint-Gobain et LVMH-Hermès, la jurisprudence a pourtant eu recours au principe directeur de transparence afin d'étendre la portée de règles à des situations initialement exclues de leur domaine, dénaturant dans le même temps les dispositions en cause. Pour en rendre compte, il faut revenir sur la réglementation des franchissements de seuils en vigueur à l'époque des faits et sur le rapport Field publié en octobre 2008. Soulignant l'incomplétude du dispositif des franchissements de seuils de l'époque, ce rapport proposait d'assimiler à la possession d'actions celle d'instruments financiers à dénouement physique ou monétaire¹¹⁶⁶. Pour faire suite à cette proposition, l'ordonnance du 30 janvier 2009 décida de soumettre à la déclaration prévue à l'article L.233-7 du Code de commerce la détention de certains instruments dérivés sur actions. Le législateur ayant fait le choix de ne suivre que partiellement les recommandations du rapport, seuls les instruments dérivés à dénouement physique furent soumis à déclaration. À l'opposé, les instruments dérivés à dénouement monétaire se trouvaient exclus du champ de la déclaration, de sorte qu'un actionnaire était à même de détenir de tels instruments sans avoir à en informer le marché. À cette époque donc, aucune règle n'interdisait de conclure des contrats dérivés à dénouement monétaire sur le capital d'une société cotée sans en déclarer l'existence.

Exploitant ces hypothèses que le législateur n'avait pas souhaité régir, les sociétés Wendel et LVMH montèrent au capital de deux autres sociétés cotées sur le marché français entre 2007 et 2010. La société Wendel se procura, par la souscription de quatre *Total Return Swaps* (« TRS ») auprès de différents établissements de crédit, une exposition économique sur plus de 24 % du capital de la société Saint-Gobain sans posséder directement les titres correspondants. Les contrats conclus se dénouant de façon exclusivement monétaire, ils ne se trouvaient soumis à aucune obligation de déclaration particulière. Aussi Wendel ne fit aucune communication quant à l'existence de ces contrats. Insatisfait de son exposition purement économique, le directoire de la société Wendel prit la décision, le 3 septembre 2007, de procéder au dénouement anticipé des TRS et d'acquérir, via des ouvertures de crédit

¹¹⁶⁵ V. *supra* n°134.

¹¹⁶⁶ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention, préc.*, propositions n°3 et 17.

préalablement mises en place avec les établissements contreparties, le flot d'actions Saint-Gobain déversées sur le marché à la suite du dénouement des contrats. C'est ainsi que Wendel déclara, en un temps record, le franchissement à la hausse des seuils de 5 %, 10 % et 15 % du capital et des droits de vote de Saint-Gobain jusqu'à atteindre, le 7 février 2008, une participation de plus de 18 % dans la société. Usant d'un procédé similaire, LVMH monta au capital d'Hermès en concluant plusieurs contrats d'*equity swaps*, qui portaient sur un nombre d'actions représentant moins de 5 % du capital d'Hermès et qui prévoyaient un dénouement exclusivement monétaire. Après avoir constitué ces positions qui ne tombaient pas sous le joug des déclarations obligatoires, LVMH procéda au dénouement par anticipation des instruments, avec demande d'avenant, afin d'obtenir la délivrance des actions acquises en couverture par ses cocontractants. Le groupe LVMH annonça alors, à la surprise générale du marché, détenir 14,1 % du capital d'Hermès ainsi qu'un contrat d'*Equity linked swap* qui portait sur environ 3 % de ce capital.

349. Saisie de ces deux affaires, la Commission des sanctions fut confrontée à l'absence de support textuel permettant de condamner les agissements des deux sociétés en cause. L'AMF opta alors pour une interprétation particulièrement critiquable des dispositions de son Règlement général. Pour asseoir les sanctions prononcées à l'égard des sociétés Wendel et LVMH, l'autorité eut recours à la notion de fraude et aux articles 223-6 et 223-2 du RG AMF. Exhumés pour les besoins de la cause, les textes étaient incapables de fonder juridiquement les sanctions prononcées. L'examen des motifs retenus pour caractériser les manquements reprochés à la société Wendel suffit à en rendre compte¹¹⁶⁷. Pour motiver sa décision, la Commission se fonda sur les deux articles précités et reprocha à Wendel de ne pas avoir communiqué suffisamment tôt l'information privilégiée que constituait l'opération litigieuse qui, parce qu'elle avait permis de prendre à terme une participation substantielle dans le capital de Saint-Gobain, était susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours des titres de cette société. Après avoir constaté la violation des articles du règlement général, la Commission releva que « le mécanisme mis en œuvre l'[avait] été dans des conditions constituant un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché et [révéla] ainsi une fraude à la loi ». La Cour d'appel de Paris, après avoir confirmé l'analyse retenue par la

¹¹⁶⁷ AMF, Com. Sanct., SAN-2011-02, 13 déc. 2010, *Société X, M. A et Société Y* ; *Bull. Joly Bourse* avr. 2011, p.257, note Th. Bonneau ; *Banque et Droit* mars-avr. 2011, p.46, note H. De Vauplane, J.-J. Daigre, B. De Saint-Mars, J.-P. Bomet ; *Dr. Soc.* 2011, comm. 114, obs. R. Mortier ; *Rev. Soc.* 2011, p.212, note H. Le Nabasque ; *Rev. dr. banc. fin.* mars 2011, comm. 74, note S. Torck ; D.2011, p.885, note A. Gaudemet ; *RTDF* 2011/3, p.36, note A. Mason, G. Flandin et S. Bauquis ; CA Paris, n°2011/05307, 31 mai 2012 ; *Bull. Joly Bourse* oct. 2012, p.404, note J.-J. Daigre ; *Rev. Soc.* 2012, p.586, note H. Le Nabasque ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2012, comm. 170, note A. Gaudemet ; *JCP E* août 2012, 1487, obs. P. Pailler ; Cass. Com., n°12-21.361, 27 mai 2015 ; *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2015, comm. 138, obs. P. Pailler.

Commission, considéra que le mécanisme en cause était bien constitutif d'une fraude à la loi¹¹⁶⁸. Ces analyses méritent d'être discutées.

350. Dans cette affaire, la société Wendel se voyait reprocher d'avoir à la fois violé les dispositions du Règlement général et agi en fraude de celles-ci¹¹⁶⁹. Pourtant, parce que la fraude suppose le contournement d'une norme et non sa violation directe, il ne saurait y avoir simultanément fraude et manquement aux mêmes prescriptions¹¹⁷⁰. Retenir les deux qualifications suffit donc à mettre à mal la cohérence de la solution retenue et à démontrer que la fraude était loin d'être assurée¹¹⁷¹. Ensuite, et alors que la fraude suppose toujours un artifice et la volonté de contourner une règle impérative, force est de constater que la Commission n'indique pas ici la législation impérative éludée¹¹⁷². Seules les « prescriptions destinées à garantir l'information financière » sont mentionnées. Faut-il alors en déduire que la fraude portait sur la réglementation des franchissements de seuils ? La réponse ne peut être que négative, la réglementation de l'époque n'intégrant pas dans son champ les instruments qui conféraient une simple exposition économique, le législateur ayant choisi de ne pas suivre les recommandations du rapport Field qui proposait d'inclure ces instruments dans le champ du dispositif. Enfin, même à considérer que la fraude ait pu porter sur la réglementation relative aux franchissements de seuils, la qualification demeure discutable. Le comportement reproché n'a pas eu pour effet de contourner l'obligation de déclaration. Il l'a simplement retardée, la mise en place des TRS ayant seulement permis le franchissement éclair de plusieurs seuils de référence, que Wendel n'a d'ailleurs pas manqué de déclarer¹¹⁷³. L'on ne peut donc qu'être dubitatif devant la qualification retenue et considérer que celle-ci relève « plus de la pétition de principe que de la démonstration »¹¹⁷⁴. La réglementation de l'époque n'obligeant pas à déclarer les instruments procurant seulement une exposition économique sur les actions, aucun agissement frauduleux ne semblait constitué. Cela explique certainement pourquoi, lors de la condamnation de la société LVMH pour des faits similaires,

¹¹⁶⁸ CA Paris, n°2011/05307, 31 mai 2012, *préc.*

¹¹⁶⁹ AMF, Com. Sanct., SAN-2011-02, 13 déc. 2010, *préc.*, n°13.

¹¹⁷⁰ A. GAUDEMET, « Affaire Wendel-Saint-Gobain : un parfum de LVMH ? », D.2011, p.855, *spéc.* n°15.

¹¹⁷¹ S. TORCK, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », *Rev. dr. banc. fin.* mars 2011, comm. 74, *spéc.* p.95.

¹¹⁷² Th. BONNEAU, « Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF », *Bull. Joly Bourse* avr. 2011, p.257, *spéc.* n°15.

¹¹⁷³ H. Le NABASQUE, « Total return swap : l'obsession du numérateur », *Rev. Soc.* 2011, p.212 et s., *spéc.* p.218.

¹¹⁷⁴ A. GAUDEMET, « Affaire Wendel-Saint-Gobain : un parfum de LVMH ? », *préc.*, n°15.

la Commission des sanctions se refusa à qualifier directement le comportement de LVMH de frauduleux¹¹⁷⁵.

351. L'interprétation retenue de l'article 223-6 du RG AMF n'est pas plus convaincante. Véritable « parent pauvre du règlement général »¹¹⁷⁶, cet article n'avait jamais constitué le fondement d'une décision de sanction avant ces deux affaires. L'article appartient au droit commun de l'information financière et n'a donc pas été conçu pour appréhender les prises de participation, lesquelles sont spécifiquement régies par les articles L.233-7 et L.233-9 du Code de commerce¹¹⁷⁷. Si la Commission opta pour une interprétation particulièrement extensive de cette disposition afin de l'appliquer à une situation qu'elle n'avait jamais eu vocation à régir, c'est donc pour sanctionner un comportement que le législateur avait pourtant décidé de ne pas encadrer, préférant réglementer les seuls instruments dérivés à dénouement physiques¹¹⁷⁸. Comme le relève Monsieur Stéphane Torck : « il n'y avait donc pas à l'époque des faits reprochés carence législative mais tout au contraire une volonté législative clairement assumée de ne pas réglementer ce type d'instruments »¹¹⁷⁹. Il fait peu de doute que l'interprétation dénaturante de l'article 223-6 du RG AMF ait été fondée sur le principe directeur de transparence, auquel il est fait écho pour fixer le montant des amendes prononcées¹¹⁸⁰. En optant pour une telle lecture, la Commission a donc produit une règle nouvelle sur la base d'une disposition étrangère au litige en prétextant l'interpréter conformément à sa *ratio legis*. Il est d'ailleurs possible de voir dans la loi du 22 mars 2012, qui modifia le dispositif des franchissements de seuils pour imposer la déclaration des instruments financiers procurant une simple exposition économique¹¹⁸¹, l'aveu qu'aucune

¹¹⁷⁵ Même si l'idée de fraude n'est pas totalement absente de la décision de sanction du 25 juin 2013 (AMF, Com. Sanct., SAN-2013-15, 25 juin 2013, *LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton* ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2013, comm. 176, note A. Gaudemet, *spéc.* p.53 ; *Bull. Joly Soc.* nov. 2013, p.738, note S. Torck, *spéc.* p.740).

¹¹⁷⁶ H. Le NABASQUE, « Wendel/Saint-Gobain : confirmation par la Cour d'appel de Paris de la décision de sanction de l'AMF du 13 décembre 2010 », *Rev. Soc.* 2012, p.586, *spéc.* n°6.

¹¹⁷⁷ S. TORCK, « Affaire LVMH/Hermès : face A », *Bull. Joly Soc.* nov. 2013, p.738 et s., *spéc.* p.740.

¹¹⁷⁸ A. GAUDEMET, « L'AMF sanctionne LVMH pour sa montée dans le capital d'Hermès », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2013, comm. 176, *spéc.* p.55.

¹¹⁷⁹ S. TORCK, « Affaire LVMH/Hermès : face A », *préc.*, p.740.

¹¹⁸⁰ AMF, Com. Sanct., SAN-2011-02, 13 déc. 2010, *préc.*, p.15 ; SAN-2013-15, 25 juin 2013, *préc.*, p.25.

¹¹⁸¹ Sur cette loi v. S. TORCK, « Vents de réforme sur le régime des déclarations de franchissement de seuils », *Dr. Soc.* févr. 2012, comm. 30 ; « Aspects de droit des marchés financiers de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives », *préc.* ; N. RONTCHEVSKY, « Nouveau régime des instruments dérivés à dénouement monétaire : transparence et cohérence », *RTD Com.* 2012, p.360 ; B. ZABALA, « Le traitement des instruments dérivés à dénouement monétaire : le choix de la transparence par assimilation » *Bull. Joly Soc.* mai 2012, p.207 ; Adde A. GAUDEMET, « Sanction du défaut de déclaration des dérivés à dénouement monétaire » *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2012, comm. 172 ; S. TORCK, « La sanction de l'article L.233-14 du Code de commerce est-elle applicable au défaut de déclaration des instruments dérivés à dénouement monétaire ? » *Bull. Joly Bourse* mai 2012, p.197.

disposition antérieure n'offrait de réel fondement aux sanctions prononcées à l'égard des sociétés Wendel et LVMH¹¹⁸².

Cette dénaturation des textes n'est pas sans rappeler la position de la jurisprudence à l'égard de l'action en contestation de paternité légitime pour laquelle les juges avaient considéré, à rebours de la lettre de la loi et des travaux préparatoires, qu'elle n'exigeait pas la démonstration d'une possession d'état¹¹⁸³. Pour justifier cette dénaturation, un auteur souligna « l'insuffisance sociale » de la loi de l'époque¹¹⁸⁴. Il reste qu'une telle justification, si elle se comprend sur le terrain politique, n'excuse pas le dépassement de pouvoir opéré par les juges. Le propos est transposable aux comportements sanctionnés dans les décisions Wendel et LVMH. En retenant une interprétation déformante des textes fondée sur l'impératif de transparence afin de combler l'insuffisance du dispositif des franchissements de seuils, l'autorité s'est substituée au législateur et a porté un coup franc à la sécurité juridique. Si les agissements de ces sociétés pouvaient être critiqués sur le plan éthique, il reste qu'ils n'en demeuraient pas moins parfaitement licites.

352. Transparence, imputabilité du franchissement de seuil et bénéficiaire économique. Une décision *Eisenberg*, en date du 23 janvier 2013, rend compte du même phénomène de dénaturation¹¹⁸⁵. Le litige opposait l'AMF à une personne physique, contrôlaire de deux sociétés luxembourgeoises qui avaient, à plusieurs reprises, franchi à la hausse et à la baisse le seuil de 5 % du capital de la société Altran, cotée sur Euronext Paris, sans effectuer les déclarations requises par la réglementation des franchissements de seuils. L'une des sociétés luxembourgeoises ayant été dissoute, seules la seconde société et la personne physique furent sanctionnées pour les manquements constatés. Si le bien-fondé de la condamnation de la société ne fait pas de doute étant donné la violation claire de l'article L.233-7 du Code de commerce, la condamnation de la personne physique est, quant à elle, plus curieuse. À l'époque des faits, l'article L.233-7 du Code de commerce disposait que « toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit

¹¹⁸² P. PAILLER, « Déclaration de franchissement de seuils - Suites et fin de l'affaire Wendel », *Rev. Dr. banc. fin.* juill. 2015, comm. 138, *spéc.* p.66-67.

¹¹⁸³ Sur cette position jurisprudentielle v. H. MAZEAUD, « Une dénaturation de la loi par la Cour de cassation (La violation des articles 318 et s. du Code civil relatifs à la contestation de paternité légitime) », *JCP G* 1977, I, 2859.

¹¹⁸⁴ J. BOULANGER, « La méthode depuis le code civil de 1804 », in *Travaux de l'Association Henri Capitant*, t.6, Dalloz, 1950, p.58 et s., *spéc.* p.59 et p.61.

¹¹⁸⁵ AMF, Com. Sanct., SAN-2013-02, 28 janv. 2013, *Société Gilaspi et M. M. Eisenberg* ; *Bull. Joly Bourse* avr. 2013, p.173, note F. Martin Laprade ; *Dr. Soc.* mai 2013, comm. 86, note S. Torck.

vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote informe la société dans un délai fixé par décret en Conseil d'État, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède ». Ne visant que la détention directe d'actions, la disposition ne permettait pas de condamner une personne physique qui ne détiendrait pas directement d'actions de l'émetteur concerné. L'article L.233-9 du Code de commerce, qui assimile à la participation possédée par la personne tenue à déclaration les actions ou les droits de vote possédés par les sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce ne trouvait pas non plus à s'appliquer. En effet, la version alors en vigueur de l'article ne faisait référence qu'à l'hypothèse d'une « société [...] en contrôlant une autre », et ne permettait donc pas de tenir compte du contrôle exercé par une personne physique sur une société. Devant l'impossible imputation des manquements constatés au regard des textes en vigueur, l'autorité se livra à une pirouette juridique en considérant que la personne physique se trouvait être « l'unique bénéficiaire économique » des sociétés sous son contrôle et qu'elle était par conséquent tenue à déclaration¹¹⁸⁶.

Dénoncée à juste titre en doctrine, cette interprétation procède d'une lecture *contra legem* de l'article L.233-9 I du Code de commerce¹¹⁸⁷. Opérant une confusion entre « ce que le droit offre à voir et ce que l'on désirerait ardemment qu'il nous montrât »¹¹⁸⁸, l'autorité dénatura la réglementation en usant d'une conception absolutiste du principe de transparence. Ainsi, et alors même que le rapporteur soulignait lui-même l'incertitude entourant l'imputabilité de manquements à la personne physique¹¹⁸⁹, cette dernière fut sanctionnée deux fois plus sévèrement que la société qu'elle contrôlait. Si cette erreur fut corrigée en appel¹¹⁹⁰, la décision rendue par la Commission des sanctions atteste du risque lié à l'interprétation dénaturante des textes à la lumière du principe de transparence¹¹⁹¹. Ce principe directeur étant dépourvu d'effet direct, il n'est pas en mesure de créer de nouvelles notions juridiques comme celle de « bénéficiaire économique » mobilisée en l'espèce. Seule

¹¹⁸⁶ AMF, Com. Sanct., SAN-2013-02, 28 janv. 2013, *préc.*

¹¹⁸⁷ V. not. S. TORCK, « Quand la commission des sanctions de l'AMF réécrit l'article L.233-9, I, 2° du Code de commerce », *Dr. Soc.* mai 2013, comm. 86, *spéc.* p.34 ; F. MARTIN LAPRADE, « Vers une reconnaissance en droit français de la notion de « bénéficiaire économique » ? », *Bull. Joly Bourse* avr. 2013, p.173 et s., *spéc.* p.175.

¹¹⁸⁸ S. TORCK, « Quand la commission des sanctions de l'AMF réécrit l'article L.233-9, I, 2° du Code de commerce », *préc.*, p.34.

¹¹⁸⁹ *Les Échos*, « Gilaspi, la société de Marc Eisenberg, risque une sanction de l'AMF », 19 oct. 2012.

¹¹⁹⁰ CA Paris, n°2013/06665, 24 juin 2014 ; *Dr. Soc.* oct. 2014, comm. 149, note S. Torck ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2015, p.8, note P. Kasparian. On remarquera toutefois que ce changement de position intervient pour de mauvaises raisons (S. TORCK, « Quand la Cour d'appel de Paris réécrit de son côté l'article L.233-9, I, 2° du Code de commerce », *Dr. Soc.* oct. 2014, comm. 149).

¹¹⁹¹ P. KASPARIAN, « Quand la création d'une holding suffit pour le contournement de la réglementation sur les franchissements de seuil... », *Bull. Joly Bourse* janv. 2015, p.8 et s., *spéc.* p.9 : « Il est dangereux d'introduire de nouvelles notions boursières floues sous prétexte que cette branche du droit poursuit des objectifs qui lui sont propres ».

une modification législative le peut¹¹⁹². C'est d'ailleurs ce que fit l'ordonnance du 3 décembre 2015 qui, tout en transposant la directive européenne du 11 octobre 2013, combla les lacunes identifiées à l'occasion de ce contentieux¹¹⁹³. Consolidant rétrospectivement la lecture retenue par la Commission des sanctions, l'ordonnance constitue aussi l'aveu de la dénaturation opérée, l'organe de sanction ayant façonné la règle avant même qu'elle ne soit édictée.

353. Transparence, déclaration d'intention et instruments financiers. Un dernier exemple des dénaturations susceptibles d'être causées par une interprétation extensive des textes à l'aune de la transparence peut être trouvé dans une décision rendue le 17 avril 2020 par la Commission des sanctions¹¹⁹⁴. L'affaire concernait deux sociétés du groupe Elliott qui se voyaient reprocher plusieurs agissements réalisés à l'occasion de l'offre publique simplifiée lancée par la société américaine XPO sur les titres de la société française Norbert Dentressangle SA (« NDSA »). Trois griefs étaient adressés aux sociétés. Le premier concernait des inexactitudes dans les déclarations de franchissement de seuils dans le capital de NDSA, les sociétés Elliott ayant déclaré des *contracts for difference* à règlement en espèces alors que les transactions portaient en réalité sur des *equity swaps*. Le second était relatif au caractère tardif des déclarations d'intention réalisées, et le troisième à la caractérisation d'un manquement d'entrave. Seul le second grief intéressera les présents développements. Suivant ce grief, il était reproché aux sociétés d'avoir procédé à des déclarations d'intention tardives au regard de l'article 231-47 du RG AMF qui dispose que toute personne qui, en cours d'offre publique, en vient à accroître sa participation dans le capital de la société visée alors qu'elle détient déjà plus de 5 % du capital, doit déclarer immédiatement si elle a l'intention d'apporter ses titres à l'offre. De façon inédite, la critique ne portait pas sur l'intention relative aux actions NDSA détenues par les sociétés du groupe Elliott mais sur celle relative aux instruments dérivés à dénouement monétaire qui avaient été souscrits sur ces actions. À la lecture combinée des articles 231-44 et 231-47 du RG AMF, la Commission estimait en effet qu'il convenait de soumettre les *equity swaps* à la déclaration d'intention prévue à l'article 231-47¹¹⁹⁵. Cette lecture qui, des dires de la Commission, n'était « pas sujette à interprétation », obligeait donc les sociétés à déclarer leurs intentions quant aux instruments à dénouement monétaire, précision étant faite que cette déclaration ne se trouvait pas conditionnée à la fermeté de l'intention ou à la certitude de pouvoir acquérir les

¹¹⁹² S. TORCK, « Quand la Cour d'appel de Paris réécrit de son côté l'article L.233-9, I, 2° du Code de commerce », *préc.*, p.37.

¹¹⁹³ Ord. n°2015-1576, 3 déc. 2015 *portant transposition de la directive 2013/50/UE*. Sur cette réforme v. *infra* n°380 et s.

¹¹⁹⁴ AMF, Com. Sanct., SAN-2020-04, 17 avr. 2020, *préc.*

¹¹⁹⁵ AMF, Com. Sanct., SAN 2020-04, 17 avr. 2020, *préc.*, n°52.

titres sous-jacents¹¹⁹⁶. Les sociétés Elliott n'ayant pas procédé à ces déclarations, elles furent condamnées pour avoir manqué aux dispositions relatives aux déclarations d'intention en période d'offre. Légèrement retouchée, la solution fut globalement confirmée en appel, les juges du fond ayant considéré que l'interprétation de l'article 231-47 retenue par la Commission « faisait partie des interprétations possibles et raisonnablement prévisibles »¹¹⁹⁷.

Si la position de la Commission semble *a priori* motivée par la tendance actuelle qui consiste à assimiler actions et dérivés dans le cadre des déclarations de franchissement de seuil, elle aboutit en vérité à contredire la nature des instruments dérivés à dénouement monétaire. En effet, prétendre appliquer les déclarations d'intention prévues à l'article 231-47 du RG AMF à ces instruments revient à demander à un investisseur de déclarer ses intentions à propos d'une chose qu'il ne détient pas, à savoir les titres sous-jacents au contrat de dérivé, et que rien ne lui assure de détenir à terme. En effet, les instruments à dénouement monétaire ne confèrent qu'un effet économique similaire à la détention d'actions, mais n'assurent en aucun cas la détention de ces actions. Il est dès lors difficile de prétendre imposer à un investisseur de déclarer son intention d'apporter ou non à l'offre un titre qu'il ne détient pas et qu'il ne détiendra peut-être jamais¹¹⁹⁸. C'est d'ailleurs pour cette raison que l'article 231-47 impose aux opérateurs de déclarer leurs intentions quant aux « titres acquis » et non quant aux titres qu'ils ne peuvent ni exiger, ni avoir la certitude d'obtenir¹¹⁹⁹. Sous couvert d'une interprétation conforme au principe de transparence, la décision apparaît donc très audacieuse¹²⁰⁰. Si elle s'explique certainement par la volonté de sanctionner le comportement opportuniste qui consistait à empêcher la mise en œuvre d'un retrait obligatoire en acquérant opportunément une participation afin de la revendre en réalisant une forte plus-value¹²⁰¹, il reste que cette volonté a abouti à dénaturer la lettre du RG AMF. Une nouvelle fois, la Commission ne s'est pas limitée à interpréter une règle, mais a procédé à sa réécriture afin de sanctionner un comportement sans base légale¹²⁰².

¹¹⁹⁶ AMF, Com. Sanct., SAN 2020-04, 17 avr. 2020, *préc.*, n°55.

¹¹⁹⁷ CA Paris, n°20/08390, 24 mars 2022, n°177 ; *Dr. Soc.* mai 2022, comm. 55, note J. Granotier ; *Rev. Soc.* 2022, p.450, note P.-H. Conac.

¹¹⁹⁸ Th. De RAVEL D'ESCALPON, « Affaire Elliott : de la délicate conciliation entre instruments dérivés et franchissements de seuils », *RTD Com.* 2020, p.406, *spéc.* n°16.

¹¹⁹⁹ O. DIAZ, « Sanction AMF à l'encontre d'Elliott dans le dossier Norbert Dentressangle : l'occasion ratée de fixer un cadre à la stratégie de chantage au retrait obligatoire », *préc.*

¹²⁰⁰ P.-H. CONAC, « Elliott Advisors sanctionnée pour un bouquet de manquements », *Rev. Soc.* 2020, p.445 et s., *spéc.* p.446.

¹²⁰¹ D. MARTIN, B. KANOVITCH, F. HAAS, M. EPELBAUM « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2021/1, p.153 et s., *spéc.* p.163.

¹²⁰² D. SCHMIDT, « Autorité des marchés financiers : sanctions pour manquements à des obligations de déclaration et pour manquement d'entrave », *D.*2020, p.1344, *spéc.* n°6.

II. La dénaturation de la loi par la protection

354. Un phénomène isolé. L'interprétation des dispositions réglementaires à la lumière du principe directeur de protection est demeurée dans des limites raisonnables. Les cas de dénaturation sont moins nombreux que ceux perpétrés sur le terrain de la transparence. Ils ne sont toutefois pas inexistantes. L'ancienne pratique par laquelle l'autorité de marché a imposé le dépôt d'offres de retrait en l'absence de tout support législatif en constitue une illustration.

355. Protection des minoritaires et dépôt d'une offre de retrait. Jusqu'à la loi du 2 août 1989, l'autorité de marché ne disposait d'aucun pouvoir de contrainte lui permettant d'imposer le dépôt d'une offre¹²⁰³. Animée par la volonté de protéger les intérêts des non-contrôlares et armée de son seul pouvoir de conviction, l'autorité parvint pourtant très tôt à persuader les acteurs de déposer des offres de retrait dans plusieurs situations. Dès la fin des années 1970 et jusqu'au milieu des années 1980, des offres de retrait furent ainsi déposées en réaction à une offre publique infructueuse¹²⁰⁴, à une diminution importante de la liquidité des titres d'une société¹²⁰⁵, à une gestion déficitaire¹²⁰⁶, à une fusion¹²⁰⁷, à une radiation de la cote¹²⁰⁸, à une suppression de dividendes¹²⁰⁹, à une réorientation d'activité¹²¹⁰, à une diminution de rémunération des capitaux engagés¹²¹¹, à une restructuration de groupe¹²¹², à une transformation en SCA¹²¹³, à une cession d'actifs¹²¹⁴ ou à des changements susceptibles d'interférer avec les perspectives d'avenir de la société¹²¹⁵. Conscient de l'incertitude entourant le caractère obligatoire de ces offres de retrait, le législateur leur donna une assise textuelle par la loi du 2 d'août 1989. Insérant un article 6 *bis* au sein de la loi du 22 janvier 1988, la loi nouvelle délégua au nouveau Règlement général du CBV la tâche de fixer « les conditions applicables aux procédures d'offre et de demande de retrait, lorsque le ou les

¹²⁰³ V. *supra* n°196.

¹²⁰⁴ COB, *Rapport annuel* 1972, p.174.

¹²⁰⁵ COB, *Rapport annuel* 1973, p.233 ; *Rapport annuel* 1982, p.61 ; *Rapport annuel* 1985, p.81.

¹²⁰⁶ COB, *Rapport annuel* 1977, p.41.

¹²⁰⁷ COB, *Rapport annuel* COB 1978, p.42 ; *Rapport annuel* 1983, p.75 ; *Rapport annuel* 1988, p.90.

¹²⁰⁸ COB, *Rapport annuel* 1977, p.90 ; *Rapport annuel* 1978, p.91 ; *Rapport annuel* 1981, p.77 ; *Rapport annuel* 1986, p.109.

¹²⁰⁹ COB, *Rapport annuel* 1979, p.85.

¹²¹⁰ COB, *Rapport annuel* 1980, p.97 ; *Rapport annuel* 1988, p.90.

¹²¹¹ COB, *Rapport annuel* 1982, p.16.

¹²¹² *Ibid.*

¹²¹³ COB, *Rapport annuel* 1987, p.136.

¹²¹⁴ COB, *Rapport annuel* 1988, p.89.

¹²¹⁵ COB, *Rapport annuel* 1983, p.75 ; *Rapport annuel* 1985, p.81 ; *Rapport annuel* 1987, p.136 ; *Rapport annuel* 1988, p.90.

actionnaires majoritaires d'une société inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché détiennent une fraction déterminée des droits de vote ou lorsqu'une société inscrite à l'une de ces cotes est transformée en société en commandite par actions ». Le Règlement général du Conseil des bourses de valeurs fut alors modifié en conséquence. Conformément à l'habilitation législative, les articles 7-2-1 à 7-2-5 du Règlement détaillèrent la mise en œuvre des offres de retrait dans les deux hypothèses prévues par la loi, à savoir en cas de transformation d'une société cotée en SCA ou de détention d'une fraction déterminée de droits de vote par un actionnaire majoritaire.

Pour assurer de manière plus complète la protection des droits et intérêts des minoritaires, le CBV inséra un troisième cas de retrait à l'article 7-2-5 de son Règlement général. Cette dernière hypothèse prévoyait le dépôt d'une offre de retrait en cas de modifications significatives des dispositions statutaires ou de la structure économique d'une société cotée. Interpellés par cette offre de retrait dépourvue d'assise législative, des auteurs estimèrent que le dispositif était optionnel et ne pouvait aboutir à créer une obligation formelle à la charge de l'actionnaire majoritaire¹²¹⁶. La COB déclara pourtant que ce retrait revêtait bien un caractère obligatoire¹²¹⁷, ce qui ne manqua pas d'influencer l'interprétation des juges du fond¹²¹⁸. Dans une affaire au moins, la Cour d'appel de Paris affirma que l'article 7-2-5 était le fruit d'une juste « application de la loi », alors même que la loi ne prévoyait nullement cette hypothèse de retrait. Guidée par le principe directeur de protection, qui apparaît d'ailleurs indirectement dans l'arrêt¹²¹⁹, la cour d'appel étendit fictivement le domaine des offres de retrait. Ainsi, et bien que les termes employés dans l'arrêt se veuillent prudents¹²²⁰, cette solution montre que la dénaturation d'une disposition légale à l'aune du principe de protection n'est pas qu'un cas d'école. Cette dénaturation de la loi perdura d'ailleurs près de 20 ans, jusqu'à ce que la loi du 4 août 2008 modifie l'article L.433-4 du Code monétaire et financier et donne un réel fondement juridique à l'offre de retrait désormais prévue à l'article 236-6 du RG AMF¹²²¹.

¹²¹⁶ M.-C. De NAYER, « Fusions de sociétés cotées et article 5-5-5 du règlement général du CBV », *Bull. Joly Bourse* sept. 1996, p.497 et s., *spéc.* p.499 ; A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, op cit.*, n°1575.

¹²¹⁷ COB, *Rapport annuel* 1990, p.161.

¹²¹⁸ CA Paris, 20 nov. 1991, *préc.*

¹²¹⁹ Les requérants soulignaient en effet que le défaut de mise en œuvre d'une offre publique de retrait méconnaissait le principe général d'égalité de traitement, principe régulièrement confondu avec celui de protection des minoritaires, v. *supra* n°149 et s.

¹²²⁰ Prudents à tel point que les motifs de l'arrêt en deviennent contradictoires. Après avoir énoncé que les obligations de lancer une offre « sont dérogoires aux dispositions des articles 1108 et s. du code civil » de sorte qu'elles « ne peuvent résulter que de prescriptions légales expresses et impératives », les juges choisirent de ne pas tenir rigueur du fait qu'une telle prescription légale n'existait pas en l'espèce.

¹²²¹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°2391.

356. Conclusion de Section. La fonction interprétative des principes directeurs permet de procéder à l'interprétation téléologique des dispositions techniques et assure qu'elles soient appliquées conformément à leur raison d'être. Les principes de transparence et de protection constituent donc des outils précieux pour les autorités chargées d'appliquer la réglementation des offres. Leur utilisation emporte néanmoins un danger latent. Dans certaines hypothèses, l'emploi de cette ressource aboutit en effet à distendre la lettre de la loi et *in fine*, à en modifier la teneur. Ces écarts ne sont pas légion, mais l'examen du contentieux prouve qu'ils existent. Ces situations, résiduelles, demeurent largement camouflées derrière une prétendue interprétation téléologique des textes. Elles emportent tout de même un risque réel de mutation des principes directeurs. Si elles venaient à se banaliser, ces pratiques pourraient déboucher sur la consécration d'un droit général à la protection ou à la transparence dont pourraient directement se prévaloir les opérateurs. Réciproquement, elles mèneraient à la création d'une obligation générale de protection et de transparence à laquelle seraient assujettis l'ensemble des intervenants à une offre, qui pourraient alors être poursuivis pour avoir directement manqué aux principes directeurs. Une telle évolution doit être combattue. Elle dénature la fonction des principes directeurs, ruine l'intérêt même d'une réglementation écrite, et entame sérieusement le principe de légalité des délits et des peines.

Section 2. La fonction prospective des principes directeurs

357. La fonction prospective des principes directeurs. Au-delà de leur fonction interprétative, les principes directeurs revêtent également une fonction prospective. Comme le relève Monsieur Simon Riancho dans sa thèse, « Chaque principe directeur détermine une dynamique normative à partir de laquelle le droit positif peut être “filtré”, pour observer comment elle est concrétisée et s'il y a lieu de la renforcer ou, au contraire, de l'affaiblir »¹²²². Par leur ancrage historique, les principes directeurs portent en eux les évolutions probables de la réglementation. Ils permettent d'anticiper les règles susceptibles d'être adoptées comme celles qui seront certainement amenées à disparaître. Leur éclairage évite les errements propres au législateur contemporain qui, pressé par le temps médiatique, légifère bien souvent sans vue d'ensemble. Étudier la fonction prospective des principes directeurs offre donc l'occasion de voir ce que pourrait être le droit de demain si les principes continuent à l'irriguer de la même façon que par le passé.

¹²²² S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, op cit., n°503.

358. Annonce. Les observations qui vont suivre appellent toutes à réviser le droit positif. Elles ne reviennent cependant pas toujours à ajouter une couche supplémentaire de règles à celles déjà existantes. Alors que les premières amènent effectivement à compléter le cadre juridique pour en combler les insuffisances (§1), les secondes invitent au contraire à soustraire certaines règles afin de corriger les excès de la réglementation (§2).

§1. Les insuffisances du cadre juridique

359. Démarche retenue. Si le cadre juridique des offres n'a eu de cesse de se perfectionner afin d'assurer une meilleure protection des intérêts minoritaires et d'offrir une plus grande transparence des opérations réalisées sur le marché¹²²³, il n'a pas encore atteint son zénith. Malgré les progrès réalisés, certains mécanismes ne répondent pas parfaitement aux buts qui leur sont assignés. Proposer la révision de l'ensemble des normes concernées peut s'avérer tentant. Plusieurs raisons invitent cependant à la retenue. Dans toute branche du droit, certaines insuffisances existent, car elles sont le résultat d'arbitrages politiques ou le fruit de l'incapacité du droit à se saisir de tout : la règle ne peut appréhender l'ensemble des situations susceptibles de naître de l'intelligence humaine. L'on perdrait d'ailleurs beaucoup à vouloir tout encadrer : l'excès de technicité aboutirait à créer un environnement juridique illisible qui, par sa complexité, finirait par nuire à sa propre effectivité. Aussi faut-il continuer à regretter la compilation déraisonnée des textes et l'état de remaniement permanent dans lequel le législateur tient le droit des sociétés depuis près d'une trentaine d'années¹²²⁴. Mais si, en matière de réforme, la retenue doit être encouragée, cela ne doit pas aboutir à figer l'état du droit pour autant. Comme le relevait Madame Marie-Anne Frison-Roche au milieu des années 1990, « la simplicité est une sorte d'âge d'or que l'on évoque avec nostalgie ; à supposer même qu'il fut un temps où le droit était simple, ce dont on peut douter, il faut prendre acte que nous vivons aujourd'hui dans une société complexe, que la vie des affaires l'est pareillement et que l'exigence d'un droit adéquat le contraint à se compliquer »¹²²⁵.

360. Annonce. Afin de concilier ces différents impératifs, on tâchera de ne recommander que les ajustements strictement nécessaires pour offrir un meilleur degré de transparence (I) et une protection plus adéquate des intérêts minoritaires (II).

¹²²³ Sur ces tendances, v. *supra* n°251 et s., n°300 et s.

¹²²⁴ P. Le CANNU, « L'évolution de la loi du 24 juillet 1966 en elle-même », *Rev. Soc.* 1996, p.485, *spéc.* n° 1.

¹²²⁵ M.-A. FRISON-ROCHE, « L'hypothèse d'un droit général de retrait des minoritaires », *préc.*, n°40.

I. Le manque de transparence

361. Annonce. Plusieurs améliorations permettraient de poursuivre le mouvement suivi depuis 1989 en matière de transparence. Comme précisé, un tri doit néanmoins être opéré entre les différentes améliorations envisageables. Pour l'effectuer, il convient de ne retenir que les propositions qui permettront de mieux accomplir les finalités que poursuit la transparence en période d'offre, à savoir appréhender les changements de contrôle et aider à la prise de décision¹²²⁶. En ces deux domaines, deux modifications du cadre juridique peuvent être proposées. La première serait d'améliorer la surveillance des concerts dans le temps (**A**), la seconde d'assurer la délivrance d'une information plus complète avant le dépôt d'une offre publique (**B**).

A. L'amélioration de la surveillance des concerts dans le temps

362. La surveillance de l'équilibre au sein des concerts. En droit positif, la répartition du pouvoir au sein des concerts est surveillée. Un suivi dans le temps est opéré par l'AMF à la suite des décisions de non-lieu au dépôt d'une offre qu'elle prononce sur le fondement de l'article 234-7 de son Règlement général. En vertu de cette disposition, l'AMF peut décider qu'il n'y a pas matière à déposer une offre lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert avec l'actionnaire majoritaire de la société, à condition que ce dernier demeure prédominant¹²²⁷, ou avec un actionnaire détenant entre 30 % et la majorité du capital ou des droits de vote de la société, à la double condition qu'il conserve une participation plus élevée et que la mise en concert n'entraîne pas le franchissement des seuils précités¹²²⁸. Ces deux hypothèses reposent sur l'absence de changement de contrôle de la société concernée. Dans la première situation, un nouveau venu s'agrège à un actionnaire majoritaire qui demeure prédominant, l'agrégation ne modifie donc pas le contrôle. Dans la seconde, la mise en concert s'opère avec un actionnaire détenant déjà une participation importante sans que cette union n'entraîne le franchissement des seuils obligeant au dépôt d'une offre. Là encore, le contrôle demeure entre les mains du même actionnaire, qui conserve une participation plus élevée. Parce qu'elles reposent sur l'absence de changement de contrôle des sociétés concernées, ces deux hypothèses exigent, une fois la dispense octroyée, qu'un suivi de l'évolution du concert soit opéré afin de vérifier la pérennité de l'équilibre au sein du concert.

¹²²⁶ V. *supra* n°224 et s.

¹²²⁷ Art. 234-7 1° RG AMF.

¹²²⁸ Art. 234-7 2° RG AMF.

Le maintien de la dispense est ainsi conditionné à ce que « l'équilibre des participations respectives au sein d'un concert [ne soit] pas significativement modifié par référence à la situation constatée lors de la déclaration initiale »¹²²⁹. À l'inverse, si à la suite de l'octroi de la dispense, l'équilibre venait à être substantiellement modifié au point que l'actionnaire initialement prédominant venait à changer, le dépôt d'une offre s'imposerait. La solution est cohérente au regard du lien qui unit offre publique et changement de contrôle : si l'actionnaire prédominant change, cela aboutit à un changement de contrôle du concert et, par ricochet, au changement du contrôle de la société contrôlée par le concert.

363. Une surveillance incomplète. Si le dispositif prévu à l'article 234-7 du RG AMF remplit parfaitement son office, les hypothèses visées par ce texte ne sont pas les seules dans lesquelles un changement de contrôle du concert peut se rencontrer et où le suivi dans le temps de la répartition du pouvoir au sein du concert peut s'avérer nécessaire. Le besoin d'exercer une telle surveillance existe aussi pour certaines dérogations à l'obligation de déposer une offre prévues à l'article 234-9 du RG AMF. Au sein des hypothèses visées par l'article, plusieurs occurrences renvoient à la notion de concert sans prévoir pour autant de suivi de l'évolution du concert postérieurement à l'octroi de la dérogation. C'est le cas des situations visées aux 4°, 6° et 6 *bis* de l'article. En l'état, et bien que l'AMF se réserve parfois le droit d'examiner les conséquences d'une future modification de l'équilibre d'un concert lorsqu'elle octroie une dérogation sur le fondement de l'article 234-9 4° du RG AMF¹²³⁰, le dispositif s'avère donc incomplet¹²³¹.

Le fait que la transparence n'ait pas pleinement pénétré au sein des concerts de contrôle aboutit à un résultat fâcheux. L'absence d'obligation d'informer l'AMF quant aux changements de contrôle des concerts à la suite de l'octroi d'une dérogation sur le fondement de l'article 234-9 permet en effet à un concertiste de devenir l'actionnaire de contrôle d'une société cotée sans avoir à déposer une offre pour autant. Il suffirait à cet actionnaire de conclure un pacte de concert avec l'actionnaire de contrôle d'une société et d'obtenir une dérogation sur le fondement de l'article 234-9 6°, puis, une fois la dérogation obtenue, de modifier les prérogatives octroyées par le pacte afin de se substituer au contrôleur historique. Cette carence du texte permet également à un concertiste minoritaire qui lancerait une offre et qui ne participerait à l'acquisition des titres qu'à proportion de sa participation, de s'offrir, par simple modification du pacte de concert, le contrôle de la société sans en avoir supporté

¹²²⁹ Art. 234-7 al.5 RG AMF.

¹²³⁰ AMF, déc. n°206C1423, 13 juill. 2006, *Natexis Banques populaires* ; déc. n°207C2252, 8 oct. 2007, *Paris Orléans* ; déc. n°208C0549, 25 mars 2008, *Télécom réseau service*.

¹²³¹ Dans le même sens v. O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, préf. H. Synvet, Dalloz, 2012, n°410.

le prix¹²³². Une mise en concert peut donc faire échapper certaines prises de contrôle à la réglementation des offres. Aussi convient-il de proposer une modification du cadre juridique afin d'intégrer une plus grande transparence autour du suivi dans le temps de l'évolution des concerts.

364. Évolution souhaitable. Les lacunes détectées incitent à proposer l'introduction d'une obligation générale d'information à la charge des concertistes. Cette obligation permettrait à l'AMF de suivre les changements de contrôle des concerts et de prévoir expressément la caducité des dérogations obtenues en cas de modification significative de l'équilibre au sein d'un concert. Elle mettrait également fin à l'incohérence du dispositif qui, en l'état et sans aucune justification rationnelle, traite différemment les effets du changement de contrôle d'un concert selon le fondement sollicité. Tandis que l'article 234-7 en tire toutes les conséquences, l'article 234-9 les ignore, même si certaines décisions y font parfois écho¹²³³. Le suivi dans le temps de l'évolution du pouvoir au sein des concerts devrait donc être généralisé, et ce bien qu'une telle évolution ne s'impose pas nécessairement au regard de la directive OPA¹²³⁴.

365. Introduction d'une obligation d'information relative aux modifications de l'équilibre interne des concerts. La création d'une obligation générale d'information relative à l'évolution des concerts apparaîtrait donc bienvenue. Les services de l'ancien Conseil des marchés financiers avaient d'ailleurs envisagé d'introduire deux articles relatifs à l'évolution des concerts, l'un formalisant l'obligation des parties à un concert d'aviser le Conseil des mouvements affectant ce concert, l'autre précisant que l'autorité se réservait le droit d'en apprécier les conséquences¹²³⁵. Pour introduire le dispositif en droit positif, il semblerait qu'un article suffise à prévoir à la fois la nécessité d'informer l'autorité des évolutions internes aux concerts contrôlaires et les conséquences susceptibles de découler de ces évolutions. Cette disposition pourrait explicitement prévoir que le maintien de la dérogation à l'obligation de déposer une offre est conditionné à l'absence de changement de contrôle interne au concert après l'obtention de la dérogation sollicitée. Cela permettrait ainsi

¹²³² O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, *op cit.*, n°425.

¹²³³ AMF, déc. n°206C1423, 13 juill. 2006, *préc.* ; déc. n°207C2252, 8 oct. 2007, *préc.* ; déc. n°208C0549, 25 mars 2008, *préc.*

¹²³⁴ L'article 5 de la directive OPA oblige seulement au dépôt d'une offre lorsque le changement de contrôle résulte de l'acquisition d'un certain pourcentage de droits de vote, ce qui n'englobe pas l'hypothèse d'un changement de contrôle qui serait dû à une modification interne du concert contrôlaire. Il est toutefois certain que la directive encouragerait cette avancée. En permettant une meilleure appréhension des changements de contrôle des sociétés cotées, cette modification permettrait d'assurer une protection plus complète des minoritaires, impératif érigé au rang de principe par la directive (O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, *op cit.*, n°426).

¹²³⁵ C. MAISON-BLANCHE, « Les dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique », *Bull. mens. CMF* oct. 1997, n°2, p.11 et s., *spéc.* p.20.

d'étendre à l'ensemble des hypothèses visées à l'article 234-9 4°, 6 et 6 bis la condition qui n'est pour l'instant prévue qu'à l'article 234-7. Par souci de réalisme et pour assurer l'efficacité du dispositif, il faudrait enfin préciser que l'obligation d'information porte aussi bien sur la répartition du capital et des droits de vote que sur les prérogatives prévues dans le pacte de mise en concert¹²³⁶. Le nouvel article pourrait alors être ainsi rédigé :

Art. 234-9 bis RG AMF : *Lorsque le total des participations d'actionnaires agissant de concert au sein d'une société est supérieur ou égal aux seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5, les parties au concert sont tenues d'informer l'AMF de toute évolution susceptible de modifier l'équilibre général du concert. L'information porte sur les mouvements qui affectent la répartition des participations et sur les modifications des prérogatives prévues par le pacte de mise en concert.*

En cas de modification de l'équilibre général du concert, le nouvel actionnaire prédominant est tenu de déposer un projet d'offre publique sur les titres de la société contrôlée. Toute dérogation à l'obligation de déposer une offre précédemment obtenue par le concert est déclarée caduque.

B. L'augmentation des informations à délivrer au public avant l'offre

366. Annonce. L'approche dynamique de la réglementation au prisme du principe directeur de transparence a montré l'augmentation des données transmises au marché et l'amélioration de leur qualité. À suivre ces tendances, deux innovations sont envisageables. La première touche aux informations à fournir à l'occasion du rapport de gestion des sociétés cotées (1), la seconde aux informations dues en cas de franchissement de seuil (2).

1. L'information à délivrer dans le cadre du rapport de gestion

367. Informations préalables à une offre publique. Le droit des offres exige que certaines données soient portées à l'attention du public indépendamment de toute offre. Par leur communication *ex ante*, ces données permettent aux actionnaires d'évaluer l'opéabilité de leur société, ce qui joue sur le rendement des titres, et, par le même coup, sur les futures décisions d'investissement. La publicité de ces informations profite également au potentiel

¹²³⁶ On notera qu'en pratique, alors même que l'article 234-7 RG AMF ne vise que « l'équilibre des participations », il arrive que l'autorité s'intéresse à la modification des prérogatives issues du pacte de mise en concert (AMF, déc. n°206C1423, 13 juill. 2006, *préc.*).

initiateur d'une offre, déjà titulaire d'une fraction du capital de la société, qui peut alors mesurer ses chances de succès à l'aune des obstacles qu'il est susceptible de rencontrer.

368. Éléments à exposer au sein du rapport de gestion. L'article L.22-10-11 du Code de commerce répertorie dix éléments que toute société cotée est tenue d'exposer dans son rapport annuel de gestion dès lors qu'ils sont « susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique ». Afin que cette obligation ne constitue pas une charge trop lourde pour les émetteurs, la liste dressée est exhaustive.

S'il est justifié, le *numerus clausus* posé à l'article L.22-10-11 du Code de commerce aboutit à ne pas faire mention de mécanismes pourtant susceptibles d'avoir une influence sur l'offre. Il en est ainsi des autorisations en matière d'investissements étrangers et aux restrictions de participation dans certains secteurs réglementés. Absents de la liste dressée par l'article, ces dispositifs peuvent pourtant constituer de sérieux obstacles au succès d'une offre. Leur omission amène à regretter la rédaction actuelle de l'article L.22-10-11¹²³⁷.

369. Autorisation préalable des investissements étrangers. Le premier dispositif oublié est celui qui encadre les investissements étrangers dans certains secteurs jugés sensibles. Il figure à l'article L.151-3 du Code monétaire et financier. En vertu de ce dispositif, l'acquisition du contrôle d'une société française par un investisseur étranger, tout comme le simple franchissement du seuil de 25 % des droits de vote d'une société française par un investisseur non européen, doit donner lieu à une autorisation préalable du ministre chargé de l'Économie¹²³⁸. La liste des activités sujettes à autorisation, particulièrement longue, a encore été augmentée par décret en 2020¹²³⁹. Elles font l'objet d'un encadrement européen depuis l'adoption du Règlement n°2019/452 du 19 mars 2019¹²⁴⁰. L'absence de mention des éventuelles restrictions au sein du rapport annuel de gestion, alors même que les investisseurs n'ont pas toujours conscience du caractère sensible ou non des secteurs d'activité dans lesquels évolue leur société, est difficile à justifier.

¹²³⁷ Pour une remarque identique à propos de l'ancien art. L.225-100-3 du Code com. v. J. DEEGE, « Défenses anti-OPA », *ét. Joly, Lextenso*, 2020, n°26.

¹²³⁸ Art. R.151-2 Code mon. fin.

¹²³⁹ Art. 3 décr. n°2020-892 du 22 juill. 2020 *relatif à l'abaissement temporaire du seuil de contrôle des investissements étrangers dans les sociétés françaises dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé*, JO n°0179, 23 juill. 2020.

¹²⁴⁰ Règl. n°2019/452 du 19 mars 2019, *établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union*, JOUE 21 mars 2019 ; sur lequel v. E. FARNOUX, « Investissements étrangers - Renouveau en profondeur du dispositif de contrôle des investissements étrangers - 'Patriotisme économique' bien ordonné de Paris à Bruxelles ? », *JCP G* nov. 2019, doct. 1201 ; B. LECOURT, « Contrôle des investissements étrangers opérés par des personnes extérieures à l'Union européenne : l'Europe établit un cadre », *Rev. Soc.* 2019, p.364.

370. Réglementation propre à certains secteurs réglementés. De la même façon, l'article L.22-10-11 du Code de commerce n'impose pas de faire figurer les restrictions qui pèsent sur l'acquisition de participations au sein de sociétés exerçant dans un secteur réglementé. Pourtant, ces restrictions sont susceptibles de jouer directement sur la réussite d'une offre. L'absence de mention de ces hypothèses au sein du rapport de gestion pose question, d'autant que les secteurs concernés sont nombreux.

La prise de participation au sein de certaines sociétés peut d'abord être soumise à autorisation préalable. Il en est ainsi en matière bancaire où, sans considération de la nationalité de l'acquéreur, toute prise de participation ou augmentation d'une participation préexistante est soumise à l'autorisation de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution¹²⁴¹. En matière assurantielle, le Code des assurances impose également que les modifications dans la répartition du capital des entreprises d'assurance soient notifiées et autorisées par cette même autorité¹²⁴². De fait, ces restrictions peuvent constituer de sérieux obstacles au succès d'une offre.

Plus contraignants encore, certains dispositifs posent des interdictions d'acquisition. Dans le secteur audiovisuel, il est ainsi interdit à toute personne de nationalité étrangère de porter sa participation dans toute « société titulaire d'une autorisation relative à un service de radio ou de télévision par voie hertzienne terrestre assuré en langue française » à plus de 20 % du capital ou des droits de vote¹²⁴³. De même, la loi du 1^{er} août 1986 relative à la presse proscrit à toute personne de nationalité étrangère de procéder à une acquisition ayant pour effet de porter à plus de 20 % du capital ou des droits de vote sa participation au sein d'une entreprise éditant des publications en langue française¹²⁴⁴.

371. Proposition de modification de l'article L.22-10-11 Code com. Les dispositions précitées, en ce qu'elles conditionnent ou restreignent certaines prises de participation au sein de sociétés cotées, sont pleinement susceptibles d'avoir une influence en cas d'offre publique. Il semblerait donc opportun de les intégrer à la liste dressée par l'article L.22-10-11 du Code de commerce pour qu'elles soient connues des actionnaires et du public. La modification pourrait consister en l'ajout d'une nouvelle mention obligatoire. Il faudrait alors opter pour une rédaction serrée de cette mention afin de restreindre la divulgation aux seules

¹²⁴¹ Art. 2 Règl. n°96-16 du 20 déc. 1996 *relatif aux modifications de situation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille*.

¹²⁴² Art. L.322-4 Code ass.

¹²⁴³ Art. 40 loi n°86-1067 du 30 sept. 1986, *relative à la liberté de communication*, JO 1^{er} oct. 1986, p.11755.

¹²⁴⁴ Art. 7 loi n°86-897 du 1^{er} août 1986 *portant réforme du régime juridique de la presse*, JO 2 août 1986, p.9529.

défenses administratives et ne pas revenir sur le caractère limitatif de l'article L.22-10-11. Le critère retenu par l'article, qui touche à « l'incidence qu'un acte est susceptible d'avoir en cas d'offre publique », est difficile à apprécier : tout acte n'est-il pas susceptible, de façon plus ou moins directe, d'avoir une incidence sur une offre publique ? Revenir sur le caractère exhaustif de l'article L.22-10-11 du Code de commerce serait donc vecteur d'insécurité. Ces remarques faites, la nouvelle rédaction de l'article pourrait être la suivante :

Art. L.22-10-11 Code com. : *Pour les sociétés dont des titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le rapport mentionné au dernier alinéa de l'article L.225-37 expose et, le cas échéant, explique les éléments suivants lorsqu'ils sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique d'achat ou d'échange : [...]*

11° Tout dispositif légal ou réglementaire auquel se trouve soumise la société en raison de son activité et qui restreint la libre acquisition des titres qui composent son capital.

2. L'information à délivrer dans le cadre des franchissements de seuils

372. Instabilité du dispositif des franchissements de seuils. En constant remaniement, il ne se passe pas deux années sans que la réglementation des franchissements de seuils ne fasse l'objet d'une révision. Aujourd'hui encore, les propositions qui cherchent à améliorer le dispositif des franchissements de seuils sont variées : tandis que certaines visent à accroître les instruments financiers soumis à déclaration, d'autres, plus ambitieuses, entendent substituer à la somme des dispositions techniques qui régissent la matière un texte de portée générale qui permettrait d'appréhender toute montée occulte au capital d'une société cotée.

373. Démarche suivie. Deux raisons invitent toutefois à faire preuve de mesure dans les propositions que nous formulerons. La première touche au caractère préjudiciable de la surinformation. Augmenter de façon substantielle les informations délivrées peut aboutir à transmettre aux investisseurs une information inexploitable, voire trompeuse, parce qu'illisible¹²⁴⁵. La seconde tient aux limites inhérentes à l'office de la loi : aussi détaillée soit-elle, la réglementation des franchissements de seuils ne sera jamais capable de saisir l'ensemble des événements susceptibles d'advenir. Aussi faut-il se refuser à livrer un combat perdu d'avance et ne militer que pour des réformes dont la seule prétention sera de contribuer à la cohérence du dispositif actuel en permettant de mieux accomplir les finalités qui lui sont assignées.

¹²⁴⁵ S. GUEGUEN, O. RAMOND « Déclaration de franchissement de seuil et contrats d'equity swap : élément de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire », *Bull. Joly Bourse* sept. 2013, p.439 et s., *spéc.* p.446.

374. Annonce. Pour mieux anticiper les changements de contrôle, deux modifications législatives sont envisageables. La première serait de prendre en compte l'évolution des participations soumises à déclaration entre le moment du franchissement de seuil et le jour où l'actionnaire effectue sa déclaration (**a**). La seconde consisterait à modifier la qualité des personnes tenues à déclaration afin de mieux appréhender les participations détenues par des personnes physiques (**b**).

a. La prise en compte de l'évolution des participations soumises à déclaration

375. Date à laquelle le niveau de participation soumis à déclaration doit être apprécié. Toute personne qui vient à dépasser un des seuils de participation visés par la loi est tenue de déclarer à la société concernée et à l'AMF le nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil. Si les textes indiquent que la déclaration doit préciser la participation totale que possède la personne tenue à déclaration¹²⁴⁶ et mentionnent le délai maximal dans lequel cette déclaration doit être effectuée¹²⁴⁷, aucune précision n'est faite sur la date à laquelle le niveau de cette participation doit être apprécié. Trois positions peuvent être défendues.

La première, retenue par le Comité juridique de l'ANSA, est de considérer que la participation à déclarer est « figée » à la date de son fait générateur¹²⁴⁸. Il conviendrait de se placer à la date du franchissement de seuil pour calculer la participation détenue. Toute évolution de cette participation, en ce compris dans le délai de quatre jours fixé pour informer l'AMF, ne devrait alors pas être prise en compte dans l'information à délivrer. Si de nouvelles acquisitions étaient faites avant que la déclaration soit transmise à l'autorité, elles feraient donc courir un nouveau délai et ne donneraient lieu à déclaration qu'au titre du franchissement de seuil suivant.

La deuxième position envisageable se situe à l'extrême inverse de la précédente. Elle revient à considérer que la participation à déclarer est celle détenue au jour de la déclaration du franchissement de seuil. Retenir cette date obligerait à procéder à une déclaration récapitulative qui inclurait les seuils non déclarés antérieurement. Le franchissement de

¹²⁴⁶ Art. L.233-7 I Code com.

¹²⁴⁷ Art. R.233-1 Code com.

¹²⁴⁸ ANSA, « Franchissement de seuils de participation : à quel moment doit-on se placer pour calculer le nombre d'actions possédées ? » *Bonnes feuilles* n°3046, *Bull.* août-sept.-oct. 2000, p.2.

plusieurs seuils dans le délai accordé pour communiquer sa participation donnerait ainsi lieu à une déclaration unique¹²⁴⁹.

La dernière position, qui constitue une voie intermédiaire entre les deux autres, est d'estimer que si c'est bien la participation détenue au jour du franchissement de seuil qui doit faire l'objet de la déclaration, l'évolution de cette participation, entre le franchissement du seuil et sa déclaration effective, devrait néanmoins être rendue publique. Cette position fut défendue par la COB au début des années 1980. Dans son rapport annuel pour l'année 1981, l'autorité recommandait ainsi aux personnes soumises à déclaration « de rendre public le stade final auquel leur participation est parvenue »¹²⁵⁰. Le rapport publié l'année suivante relevait de la même façon qu'en cas de variation du capital détenu, il apparaissait « hautement souhaitable que le pourcentage exact du capital détenu soit indiqué par un communiqué de presse »¹²⁵¹.

376. Déclaration de la seule participation détenue à la date du franchissement de seuil. En pratique, c'est la première de ces positions qui a été retenue par la jurisprudence. À l'occasion d'un arrêt du 18 novembre 2003, la Cour d'appel de Paris a ainsi affirmé « que le nombre d'actions et de droits de vote dont la loi impose la déclaration est celui possédé par l'auteur de la déclaration au jour du fait générateur de celle-ci, c'est-à-dire au jour du franchissement d'un seuil, et non celui existant au jour de la déclaration »¹²⁵². Cette solution fut confirmée par un arrêt de la Cour de cassation en date du 10 mai 2006¹²⁵³. En vertu de cette jurisprudence, les actions et droits de vote obtenus entre la date du franchissement du seuil et celle de sa communication sont donc exclus de la déclaration. Ils n'auront à être déclarés que lors du franchissement du seuil suivant. Cette solution semble cohérente. Le franchissement de seuil constituant le fait générateur de la déclaration, il apparaît logique de se placer à la date de ce franchissement pour calculer le nombre d'actions à déclarer¹²⁵⁴. Si un délai est fixé pour effectuer la déclaration, ce n'est donc pas pour reporter la date de calcul

¹²⁴⁹ M. STORCK, « Sanction de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil », *RTD Com.* 2006, p.623 et s., *spéc.* p.624.

¹²⁵⁰ COB, *Rapport annuel* 1981, p.72.

¹²⁵¹ COB, *Rapport annuel* 1982, p.63.

¹²⁵² CA Paris, n°2003/11903, 18 nov. 2003, *CNIM c/ IDI et autres* ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2004, p.231, note H. Le Nabasque ; *Rev. Soc.* 2004, p.120, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2004, p.57, note F. Bucher ; *JCP E* 2004, 1019, obs. A. Deprez-Graff ; *RJDA* 2004, p.227, chron. A. Couret.

¹²⁵³ Cass. Com., n°04-10.696, 10 mai 2006 ; *RTDF* 2006/2, p.62, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Sociétés* oct. 2006, p.1142, note J.-J. Daigre ; *RTD Com.* 2006, p.623, note M. Storck ; *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2006, act. 148, note H. Le Nabasque et Ph. Portier ; *Banque et Droit* mai-juin 2006, p.56, obs. H. De Vauplane et J.-J. Daigre.

¹²⁵⁴ A. COURET, « La méconnaissance des obligations de déclaration de franchissement de seuils », *RJDA* 2004, p.227, *spéc.* n°15.

de la participation détenue, mais pour laisser le temps à l'actionnaire de comptabiliser sa participation exacte, et donc à des fins pratiques¹²⁵⁵.

377. Conséquences de cette solution. Malgré la cohérence de cette solution, force est de constater qu'elle n'est pas satisfaisante pour la correcte information du public. En retenant le jour où le franchissement de seuil est opéré comme seule date d'appréciation du niveau de participation, la solution exclut toute prise en compte des actions et droits de vote acquis dans le délai de déclaration ouvert à l'acquéreur en vertu des articles R.233-1 du Code de commerce et 223-14 du RG AMF. En cas d'acquisition dans la période intercalaire de quatre jours de bourse, les titres échappent donc à toute publicité tant qu'un nouveau seuil n'est pas franchi et que le délai de déclaration ouvert à la suite de ce nouveau franchissement n'est pas clos. La différence entre la participation déclarée et le nombre total de titres réellement possédés peut dès lors s'avérer extrêmement importante. Par le potentiel décalage qu'elle autorise entre les participations réelles et déclarées, cette position n'apparaît pas conforme au mouvement général suivi par la réglementation des offres. L'approche dynamique a montré que les modifications du cadre juridique des offres ont toujours eu pour but de mieux anticiper les changements de contrôle et de dévoiler au plus tôt les intentions des acteurs qui opèrent une montée dans le capital¹²⁵⁶. Les variations haussières ou baissières des participations dans le délai offert à un actionnaire pour procéder à la déclaration d'un franchissement de seuil constituent des éléments importants pour permettre aux investisseurs d'anticiper avec plus de certitude les évolutions à venir et se positionner en conséquence. L'absence d'information quant aux variations du niveau de participation détenu entre le moment du franchissement du seuil et sa déclaration effective peut donc être regrettée. Cet état des choses, qui découle de l'impossibilité pratique qu'il y aurait à imposer une déclaration concomitante au franchissement du seuil¹²⁵⁷, constitue l'un des obstacles matériels à l'efficacité de la réglementation des franchissements de seuils¹²⁵⁸.

378. Prise en compte de l'évolution des participations à titre d'information complémentaire. Seule une avancée technologique permettrait de totalement remédier au problème en réduisant le temps nécessaire pour procéder au calcul d'une participation et à sa communication. Une obligation de communiquer l'évolution de sa participation pourrait

¹²⁵⁵ J.-J. DAIGRE, « La déclaration du franchissement d'un seuil doit porter tant sur le nombre d'actions que sur le nombre de droits de vote ; la régularisation du défaut de déclaration doit être expresse », *Bull. Joly Soc.* oct. 2006, p.1142 et s., *spéc.* p.1149.

¹²⁵⁶ V. *supra* n°251 et s.

¹²⁵⁷ J.-J. DAIGRE, « La déclaration du franchissement d'un seuil doit porter tant sur le nombre d'actions que sur le nombre de droits de vote ; la régularisation du défaut de déclaration doit être expresse », *préc.*, p.1149.

¹²⁵⁸ F. BUCHER, « Privation automatique des droits de vote en l'absence de déclaration de franchissement de seuils régulière », *Bull. Joly Bourse* janv. 2004, p.57 et s., *spéc.* p.71.

néanmoins être introduite, sous réserve que l'AMF fasse preuve de tolérance lorsqu'elle sera amenée à en contrôler le respect. Sous cette réserve, il serait possible d'exiger que la déclaration de franchissement de seuil s'accompagne d'une information complémentaire présentant l'évolution de la participation entre le jour du franchissement et le jour de sa déclaration. Cette donnée, qui ne serait due qu'en cas de variation effective des participations, permettrait d'éviter le séquençage de l'information. Elle encouragerait en outre les actionnaires à réduire au maximum le délai entre le franchissement d'un seuil de participation et sa déclaration effective afin de diminuer la quantité d'information à communiquer. Cette information complémentaire garantirait une plus grande transparence autour de l'évolution des participations et une meilleure anticipation des hypothèses de changements de contrôle. Elle pourrait être intégrée au dispositif existant par l'ajout d'un alinéa supplémentaire à l'article R.233-1 du Code de commerce et d'une troisième hypothèse au III de l'article 223-14 du RG AMF :

Art. R.233-1 Code com. : *Pour l'application du I de l'article L.233-7, l'information est adressée à la société au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation.*

L'information précise, s'il y a lieu, l'évolution de la participation entre le jour où le franchissement de seuil se réalise et le jour où sa déclaration est effectuée.

Art. 223-14 RG AMF : III. *La déclaration précise en outre : [...]*

3° s'il y a lieu, l'évolution de la participation entre le jour où le franchissement de seuil se réalise et le jour où sa déclaration est effectuée.

b. L'ajustement des personnes tenues à déclaration

379. Franchissement de seuil et participation détenue par une personne physique. Déjà présentée, la décision Eisenberg rendue par la Commission des sanctions le 28 janvier 2013 a révélé les limites du champ d'application du régime des franchissements de seuils¹²⁵⁹. Trop étroit à l'époque des faits, le dispositif ne permettait pas d'enjoindre à une personne physique, actionnaire de contrôle d'une société mère, de déclarer sa participation au sein de la société fille dès lors que cette personne physique ne détenait directement aucune action de la société fille. La simple création d'une holding interposée entre une personne physique et la société qu'elle contrôle permettait ainsi d'évincer l'application de la loi. Cette brèche

¹²⁵⁹ V. *supra* n°352.

révélée, une réflexion autour du dispositif législatif s'engagea pour mieux prendre en compte les participations détenues par des personnes physiques.

380. L'ordonnance du 3 décembre 2015. Principalement chargée d'achever la transposition d'une directive européenne, l'ordonnance du 3 décembre 2015 fut également l'occasion de combler les lacunes identifiées lors de l'affaire Eisenberg. L'ordonnance retoucha ainsi l'article L.233-3 I du Code de commerce pour intégrer la personne physique au côté de la personne morale et modifia l'article L.233-7 I du même code afin de viser la possession indirecte d'actions. Si ces retouches sont évidemment bienvenues, l'intervention législative apparaît néanmoins insuffisamment réfléchie¹²⁶⁰.

381. Une réforme inachevée. La lecture du Code de commerce révèle en effet que certaines dispositions n'ont fait l'objet d'aucun ajustement alors que les amender était tout aussi nécessaire.

Dépourvu de référence à une personne physique, l'article L.233-4 du Code de commerce dispose que « Toute participation au capital même inférieure à 10 % détenue par une société contrôlée est considérée comme détenue indirectement par la société qui contrôle cette société ». En visant exclusivement la relation entre deux sociétés, l'une contrôlée et l'autre contrôlaire, le champ *ratione personae* de l'article le rend inapplicable à une personne physique¹²⁶¹. L'information délivrée au public est alors partielle, ce qui ne contribue pas à réaliser l'impératif de transparence.

De la même façon, l'article L.233-7 V 2° du Code de commerce exempte toute personne contrôlée par une « entité » de déclarer un franchissement de seuil lorsque cette entité est soumise à l'obligation de déclaration ou qu'elle se trouve elle-même contrôlée par une autre entité soumise à cette obligation. Le terme « entité » écarte pourtant les personnes physiques du champ de l'exemption. Lorsqu'une société contrôlée par une personne physique dépassera un certain seuil, cette société et son actionnaire de contrôle seront donc tous deux tenus à déclaration. L'information sera alors délivrée deux fois, ce qui ne contribuera pas à éclairer le marché¹²⁶².

¹²⁶⁰ D. MARTIN, « Franchissements de seuil ou la regrettable déshérence de l'action de concert », *Rev. Droit & Affaires* févr. 2016, doss. 4, *spéc.* p.87 et s.

¹²⁶¹ F. MARTIN LAPRADE, « Ordonnance de transposition de la directive Transparence : peut-on être tenu de déclarer un franchissement de seuil sans être actionnaire ? » *Bull. Joly Bourse* févr. 2016, p.52 et s., *spéc.* p.55 ; D. MARTIN, « Franchissements de seuil ou la regrettable déshérence de l'action de concert », *préc.*, p.89.

¹²⁶² D. MARTIN, « Franchissements de seuil ou la regrettable déshérence de l'action de concert », *préc.*, p.89.

382. Proposition de révision des articles L.233-4 et L.233-7 du Code com. La révision des articles L.233-4 et L.233-7 du Code de commerce permettrait de délivrer une vue plus exacte des relations de pouvoir entre personnes physiques et sociétés cotées. Pour poursuivre le mouvement initié par l'ordonnance du 3 décembre 2015, il serait souhaitable d'intégrer au sein des deux articles l'expression « personne physique ou morale », qui figure déjà aux articles L.233-3 I et L.233-7 I du Code de commerce. La nouvelle formulation de deux articles pourrait ainsi être la suivante :

Art. L.233-4 Code com. : *Toute participation au capital même inférieure à 10 % détenue par une société contrôlée est considérée comme détenue indirectement par la personne physique ou morale qui contrôle cette société.*

Art. L.233-7 Code com. : *V. Les obligations d'information prévues aux I, II et III ne s'appliquent pas : [...]*

2° Lorsque la personne mentionnée au I est contrôlée, au sens de l'article L.233-3, par une personne physique ou morale soumise à l'obligation prévue aux I à III pour les actions détenues par la première ou que cette dernière est elle-même contrôlée, au sens de l'article L.233-3, par une autre personne physique ou morale soumise à l'obligation prévue aux I à III pour ces mêmes actions.

II. Le manque de protection

383. Annonce. S'il est acquis que la protection offerte aux minoritaires est aujourd'hui plus importante que par le passé¹²⁶³, les dernières avancées laissent entrevoir deux domaines où des modifications pourraient encore être apportées. Les premières concernent les faits générateurs des offres publiques (A). Les secondes touchent aux dérogations à l'obligation de déposer une offre (B).

A. L'évolution des faits générateurs des offres publiques

384. Annonce. L'approche dynamique de la réglementation a mis en lumière le développement continu des hypothèses susceptibles de donner lieu au dépôt d'une offre¹²⁶⁴. Plusieurs retouches du cadre législatif permettraient de prolonger ce mouvement et de réaliser

¹²⁶³ V. *supra* n°301 et s.

¹²⁶⁴ V. *supra* n°303.

plus pleinement encore l'impératif de protection. Certaines d'entre elles semblent d'ailleurs nécessaires pour assurer la conformité du droit français aux exigences européennes. Les propositions porteront sur les faits générateurs des offres obligatoires d'achat et d'échange (1), et sur ceux des offres de retrait (2).

1. Les faits générateurs des offres obligatoires d'achat et d'échange

385. Annonce. Pour appréhender au mieux la réalité des changements de contrôle et offrir une protection adéquate des intérêts minoritaires en conséquence, il serait juste d'adjoindre au seuil de 30 % du capital et des droits de vote un seuil flottant (a) et de supprimer la tolérance liée à la vitesse d'acquisition des titres lorsque la participation d'un actionnaire est située entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote (b).

a. L'adjonction d'un seuil flottant au seuil de 30 % du capital ou des droits de vote

386. Le seuil de déclenchement de l'offre obligatoire. À la suite des observations formulées par le groupe de travail présidé par Bernard Field, le seuil de déclenchement de l'offre obligatoire, initialement fixé au tiers du capital ou des droits, a été abaissé à 30 % par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010. Cet abaissement témoigne de la volonté de réduire l'écart entre le droit des offres et le droit de sociétés, qui permet, via la notion de contrôle de fait, de mieux refléter la réalité des jeux de pouvoir au sein des sociétés¹²⁶⁵. Sans renoncer au maintien d'un seuil abstrait, dont les avantages ont déjà été présentés¹²⁶⁶, le législateur a fait le choix de réduire de trois points le seuil de déclenchement de l'offre obligatoire. La réforme contribua en outre à harmoniser les seuils retenus par les différents États signataires de la directive OPA.

387. Les insuffisances du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote. Malgré l'intention louable de vouloir rapprocher le droit des offres de la réalité du contrôle au sein des sociétés cotées, la révision opérée en 2010 a reçu un accueil mitigé. Dans ses observations sur le projet de réforme, l'ANSA a souligné l'absence de réelle signification juridique du seuil retenu, la difficulté de prévoir un régime satisfaisant pour régir les situations transitoires et le décalage avec la réalité du contrôle qui, dans les sociétés cotées, se situe généralement

¹²⁶⁵ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention*, préc., p.29.

¹²⁶⁶ V. *supra* n°321.

bien en deçà du seuil de 30 %¹²⁶⁷. Des auteurs ont montré que l'argument relatif à l'harmonisation de seuils à l'échelle européenne n'était pas des plus convaincants, tant les différences entre les procédures nationales demeurent¹²⁶⁸. Le seuil retenu en droit positif n'apparaît donc pas des plus satisfaisants pour la protection des minoritaires. Plusieurs solutions sont envisageables pour remédier à cette malfaçon et rapprocher le critère de déclenchement de l'offre obligatoire de la notion de contrôle de fait. Aussi convient-il d'examiner le champ des possibles avant de formuler une proposition de réforme.

388. La substitution d'une notion purement factuelle au seuil de 30 %. Pour mieux appréhender la distribution réelle du pouvoir au sein des sociétés cotées, il serait d'abord envisageable de substituer la notion de contrôle de fait au seuil de 30 % du capital ou des droits de vote. Cette proposition a pu être formulée par Monsieur Antoine Larcena qui, après avoir relevé la difficulté à appréhender le pouvoir réel d'un actionnaire au travers d'un pourcentage abstrait, proposa de faire écho à la définition du contrôle pour déterminer le critère déclenchant l'obligation de déposer une offre¹²⁶⁹. À suivre cette proposition, il conviendrait d'enjoindre à toute personne qui déterminerait « en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales » de déposer un projet d'offre sur les titres de la société¹²⁷⁰. Une telle évolution est pourtant inenvisageable. La réglementation des offres ne peut retenir une notion aussi molle que celle de contrôle de fait pour déterminer le déclenchement d'une offre publique¹²⁷¹. Le passage d'un seuil abstrait à un critère concret serait d'ailleurs contraire à l'évolution générale de la réglementation, le droit français des offres ayant progressivement abandonné la notion de contrôle de fait¹²⁷². Enfin, une telle évolution serait contraire à la directive OPA, qui conditionne le déclenchement de l'offre à l'obtention « d'un pourcentage déterminé des droits de vote »¹²⁷³.

389. L'abaissement du seuil de 30 %. Une autre proposition consisterait à abaisser le seuil de déclenchement des offres obligatoire pour le faire correspondre au pouvoir réellement attaché aux participations comprises entre 20 % et 30 % du capital ou des droits

¹²⁶⁷ ANSA, « Projets de réforme du régime des offres publiques obligatoires – Observations présentées par l'ANSA », n° 09-033, juill. 2009, p.2.

¹²⁶⁸ J.-F. BIARD, « Vers une nouvelle réforme des offres publiques : quels en sont les enjeux ? Quelle en est la portée ? », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2009, comm. 171, *spéc.* p.41.

¹²⁶⁹ v. les propos de A. LARCENA restitués par B. De ROULHAC, « La lutte contre les prises de contrôle rampantes divise les juristes », *L'AGEFI*, 14 mai 2013, p.6.

¹²⁷⁰ Art. L.233-3 3° Code com.

¹²⁷¹ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention*, *préc.*, p.32 ; A.-C. MULLER, « Offres publiques et action de concert », *Rev. dr. banc. fin.* mars 2011, doss. 11, n°9.

¹²⁷² V. *supra* n°320.

¹²⁷³ Art. 5 1° Dir. 2004/25/CE, *préc.*

de vote. Cet abaissement a été envisagé deux fois, en 2008 d'abord, par le groupe de travail présidé par Bernard Field qui suggérait au législateur de choisir le seuil de 25 % ou 30 %¹²⁷⁴, en 2013 ensuite, par le rapport Gallois qui proposait d'abaisser le seuil à 20 % ou 25 % afin de lutter contre les prises de contrôle « déstabilisantes »¹²⁷⁵. Un amendement en ce sens a même été intégré dans une proposition de loi avant d'être finalement rejeté¹²⁷⁶. Trois raisons expliquent ce rejet. En premier lieu, déterminer un pourcentage adéquat s'avère extrêmement délicat, aucun seuil prédéterminé n'étant capable de couvrir l'ensemble des situations susceptibles de se présenter. Le pouvoir réellement attaché à un niveau de participation varie chaque année selon le taux de participation aux assemblées générales et le pourcentage de flottant¹²⁷⁷. Il est dès lors difficile de trouver un point d'équilibre satisfaisant¹²⁷⁸. En deuxième lieu, retenir un seuil en capital ou en droit de vote moins exigeant que celui qui régit le droit positif repousserait le problème sans le résoudre. Pour échapper aux conséquences d'une telle réforme, il suffirait aux actionnaires de contrôle d'abaisser leur participation à la minimale inférieure au nouveau seuil retenu et à placer le reliquat dans des mains alliées. En dernier lieu, cet abaissement du seuil poserait la question des dispositions transitoires, qui causeraient déjà des difficultés lors du passage du seuil du tiers à celui de 30 %¹²⁷⁹. Retenir deux régimes transitoires pour un même sujet dans un intervalle de quelques années risquerait de créer un système décalé et inégalitaire dans lequel le comportement de chacun finirait par être régi par le seul droit de sa génération. Une nouvelle diminution du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire paraît dès lors inopportune.

390. L'introduction d'un plafonnement légal des droits de vote. Une troisième voie pourrait être suivie. Elle consisterait à introduire un plafond légal au-delà duquel les droits de vote d'un actionnaire ne pourraient plus être exercés, sauf à déposer un projet d'offre. Ce

¹²⁷⁴ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention*, préc., p.32.

¹²⁷⁵ L. GALLOIS, *Rapport au Premier Ministre, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, 2012, p.24.

¹²⁷⁶ Ass. Nat., *Proposition de loi n°1037*, 15 mai 2013.

¹²⁷⁷ À la fin de l'année 2008, le groupe de travail présidé par Bernard Field soulignait qu'un actionnaire d'une société du CAC 40 dont la participation se situait entre 20 % et 25 % du capital était souvent à même de nommer et de révoquer à lui seul les membres du conseil d'administration ou de surveillance (AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention*, préc., p.26-27). Tel n'est pas forcément le cas aujourd'hui. En 2020, dans un contexte d'assemblées générales à huis clos, le niveau moyen de participation au sein des assemblées des sociétés cotées s'élevait à 72,62 %. Pendant cette année, l'écart entre la participation théorique d'un actionnaire et son influence réelle fut ainsi considérablement réduit (Proxinvest, *Rapport Assemblées générales et activisme actionnarial Saison 2020*, 2021).

¹²⁷⁸ C'est cette raison qui a pour partie justifié l'abandon de l'amendement législatif présenté en 2013 (*Lettre du président de la commission des affaires économiques de l'Assemblée nationale et du rapporteur de la proposition au président de l'AMF*, 18 sept. 2013, p.4). Il a également été avancé que le seuil de 25 % éloignerait la France des standards européens (A. EMERY-DUMAS, *Rapport Sénat n°328*, 29 janv. 2014, p.44).

¹²⁷⁹ Sur ces difficultés v. H. Le NABASQUE, « Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier », *Rev. Soc.* 2010, p.547, spéc. n°11-12 ; S. SABATIER, « Les seuils des offres publiques », *RTDF* 2009/4, p.36, spéc. n°39 à n°42.

dispositif, qui contrasterait avec l'approche traditionnellement retenue en droit français, aurait pour effet d'empêcher un actionnaire d'accéder à une influence hors de proportion avec ses titres en profitant de la faiblesse du quorum des assemblées générales. Aussi, a-t-il pu être proposé d'introduire des plafonds allant de 10 % à 25 % des droits de vote, soit cumulativement à l'abaissement du seuil de l'offre obligatoire¹²⁸⁰, soit alternativement à cet abaissement¹²⁸¹.

Malgré l'attrait de cette solution, il faut à nouveau la repousser. L'introduction d'un plafonnement légal des droits de vote compromettrait la stabilité du capital de l'ensemble des sociétés cotées¹²⁸². Ce plafonnement serait également délicat à mettre en œuvre. Monsieur Alain Viandier observe qu'il conviendrait d'être particulièrement attentif à la « hauteur sous plafond »¹²⁸³ : alors qu'un seuil trop bas compliquerait l'émergence d'une majorité stable en assemblée, un seuil trop élevé ruinerait l'intérêt du procédé. Le seuil de plafonnement adéquat variant en fonction de la composition de l'actionnariat de chaque société, confier au législateur le soin de déterminer un seuil unique et général reviendrait à lui confier une tâche impossible. Seule l'introduction statutaire d'un tel plafonnement pourrait s'avérer opportune, ce que le droit français autorise déjà¹²⁸⁴.

391. L'adjonction d'un seuil flottant. Une dernière option consisterait à adjoindre au seuil de 30 % un second seuil qui prendrait en compte les pouvoirs concrets dont dispose un actionnaire indépendamment du pourcentage de capital qu'il détient. L'adjonction d'un seuil flottant, inférieur à celui de 30 % du capital ou des droits de vote, permettrait de mieux appréhender et sanctionner les changements de contrôle au sein des sociétés cotées. Il est vrai qu'une telle option n'est pas directement envisagée par le droit européen. Elle ne contrarie toutefois pas la directive OPA, qui laisse ouverte la faculté de combiner un seuil en pourcentage avec d'autres critères¹²⁸⁵. Mais si cette adjonction est possible, encore faut-il déterminer quel seuil flottant retenir. Les indicateurs qui figurent aux articles L.233-3 et

¹²⁸⁰ AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention*, préc., p.32.

¹²⁸¹ J.-F. BIARD, « Vers une nouvelle réforme des offres publiques : quels en sont les enjeux ? Quelle en est la portée ? », préc., p.41 ; F. MARTIN LAPRADE, « Éclairage – Réflexions sur la proposition de loi dite “Florange” », *Bull. Joly Bourse* juin 2013, p.276 et s., spéc. p.278.

¹²⁸² ANSA, « Observations présentées par l'ANSA au sujet du rapport du groupe de travail réuni à l'AMF sur les franchissements de seuils et du projet d'ordonnance relative à la transparence », févr. 2009, n°09-007, p.5.

¹²⁸³ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°495.

¹²⁸⁴ Art. L.225-125 Code com. Des auteurs ont d'ailleurs proposé son utilisation comme mécanisme de défense anti-OPA (P. BINE, A. CROSTHWAITE, « Les mesures issues de la loi Florange visant à lutter contre les prises de contrôle rampantes », *Bull. Joly Bourse* oct. 2014, p.497, spéc. n°32).

¹²⁸⁵ Marccus Partner, *The Takeover Bids directive Assessment Report*, 2013, p.128: « The Directive requires a threshold to be considered when determining if control has been taken. However, this may leave the door open to the use of the notion of actual control coupled with a presumption of control set at a certain threshold, as well as the use of a threshold combined with other criteria ».

L.233-16 du Code de commerce et qui permettent de présumer l'existence d'une situation de contrôle constituent de premières pistes de réflexion. À partir de ces indicateurs, deux propositions peuvent être formulées.

392. Première proposition. Il serait tout d'abord possible d'introduire un seuil qui dépendrait du point de savoir si l'actionnaire dispose du pouvoir de désigner la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de la société. Ce critère, qui fait écho aux hypothèses visées aux articles L.233-3 4° et L.233-16 2° du Code de commerce, pourrait être complété par un second indice, lié au niveau de capital détenu, et qui permettrait de présumer l'existence de ce pouvoir tout en offrant un critère matériellement vérifiable. Ce seuil pourrait par exemple être fixé à 20 % du capital ou des droits de vote et assorti d'une limite de raison : qu'aucun autre actionnaire ne détienne une participation équivalente. Une telle solution rapprocherait le droit français de la réglementation espagnole, qui impose le dépôt d'une offre à tout actionnaire dont la participation est inférieure à 30 % du capital dès lors qu'il désigne dans un certain délai un nombre d'administrateurs qui, avec ceux qu'il pouvait avoir déjà désignés, représentent plus de la moitié des membres de l'organe d'administration de la société¹²⁸⁶. Le droit espagnol pose même une série d'hypothèses permettant de présumer que l'actionnaire dispose d'un tel pouvoir¹²⁸⁷. Un paragraphe *I bis* pourrait ainsi être ajouté à l'article L.433-3 du Code monétaire et financier :

Art. L.433-3 Code mon. fin. : I bis. *Les dispositions du I trouvent également à s'appliquer à toute personne qui dispose, seule ou de concert, directement ou indirectement, du pouvoir de désigner la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance d'une société cotée. Ce pouvoir est présumé lorsque cette personne détient plus du vingtième des titres de capital ou des droits de vote de la société visée et qu'aucun autre actionnaire ne détient, dans les mêmes conditions, une participation supérieure à la sienne.*

Retenir un seuil flottant conjointement au seuil de 30 % du capital et des droits de vote permettrait de mieux appréhender les hypothèses de changement de contrôle. Par la présomption posée et la prise en compte de la répartition du capital, ce dispositif apparaîtrait en outre équilibré : il ne s'appliquerait qu'à des hypothèses limitées et assurerait aux

¹²⁸⁶ Art. 4, décr. Royal n°1066/2007 du 27 juill. 2007 *sur le régime des offres publiques d'acquisition de titres* (P. ALFREDO, « La réforme du droit espagnol des offres publiques d'acquisition. Transposition de la directive OPA – étude comparative des droits français et espagnol », *Rev. Soc.* 2009, p.761, *spéc.* n°12).

¹²⁸⁷ Art. 6, décr. Royal n°1066/2007, *préc.*

actionnaires non-contrôlares d'échapper à l'obligation de déposer une offre en combattant la présomption posée. Adjoindre ce seuil flottant au dispositif existant ne nécessiterait d'ailleurs pas d'introduire de lourdes dispositions destinées à résoudre les difficultés d'application de la loi dans le temps. Il suffirait de s'inspirer de la directive OPA dont l'un des considérants précise que l'obligation de déposer une offre ne devrait pas s'appliquer aux participations de contrôle existant à la date d'entrée en vigueur de la législation nationale transposant la directive¹²⁸⁸. En suivant cette logique, les actionnaires détenteurs d'une participation située entre 20 et 30 % du capital d'une société cotée au jour de l'entrée en vigueur du nouveau dispositif ne seraient tenus de lancer une offre publique obligatoire qu'en cas de modification de leur participation à la hausse, à la double condition que la présomption ne soit pas combattue et qu'aucun aménagement à l'obligation de déposer une offre ne trouve à s'appliquer. Introduire ce dispositif en droit positif entraînerait toutefois son lot d'inconvénients. L'appréciation du critère pourra parfois mener l'autorité de marché à réaliser une appréciation rétrospective délicate de l'emprise de l'actionnaire sur l'administration de la société. Cela ferait également peser une contrainte supplémentaire sur les actionnaires de sociétés cotées détenant un pourcentage de capital équivalent à 20 % et qui, à chaque nouvelle nomination d'administrateurs, devront démontrer que les nominations ne résultent pas de leur seul fait.

393. Seconde proposition. Pour contourner les difficultés inhérentes à la première proposition, une alternative consisterait à retenir la dispersion du capital comme critère complémentaire au seuil de 30 %. Déjà imaginée en doctrine¹²⁸⁹, cette proposition a été retenue par certains États, comme la Hongrie qui impose le dépôt d'une offre à tout actionnaire qui détient une participation supérieure à 25 % du capital si aucun autre actionnaire ne détient plus de 10 % du capital¹²⁹⁰. Recourir à une présomption simple éviterait l'adoption d'un critère trop rigide et permettrait aux actionnaires concernés d'apporter des éléments pour corriger la marge d'erreur inhérente à toute utilisation d'un seuil abstrait. La rédaction de l'article L.433-3 du Code de commerce pourrait alors être la suivante :

Art. L.433-3 Code mon. fin. : I bis. *Les dispositions du I sont également présumées s'appliquer à toute personne qui, agissant seule ou de concert, vient à détenir plus du vingtième des titres de capital ou des droits de vote d'une société, dès lors qu'aucun autre actionnaire ne détient, seul ou de concert, une fraction supérieure à la sienne.*

¹²⁸⁸ Cons 10. Dir. 2004/25/CE, préc.

¹²⁸⁹ J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, op cit., n°702 à n°704.

¹²⁹⁰ Marccus Partner, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, préc., p.126.

Cette solution permettrait à l'AMF de disposer d'un critère plus facilement vérifiable que celui lié au pouvoir de désignation des organes d'administration. Elle réduirait également les possibilités de contournement de la réglementation des offres : la répartition du capital étant une donnée sur laquelle il n'est pas aisé d'exercer une influence. En outre, comme pour la proposition précédente, les actionnaires dont la participation se situerait dans le champ des 20 % du capital ou des droits ne se verraient pas concernés par l'entrée en vigueur du dispositif, sauf à ce qu'ils augmentent leur participation par la suite sans bénéficier d'un des aménagements prévus par le Règlement général. Il reste que la simplicité de ce dispositif constitue aussi son principal inconvénient. Contrairement à l'influence sur les organes d'administration qu'il est difficile de masquer, un seuil en capital est aisé à contourner : il suffit à l'actionnaire qui contrôle en fait une société cotée de maintenir sa participation en dessous du seuil retenu pour échapper à toute obligation de déposer une offre. Il appartiendra au législateur de trancher entre les avantages et inconvénients respectifs de ces deux propositions.

b. La suppression de la tolérance liée à la vitesse d'acquisition

394. L'excès de vitesse d'acquisition. Les articles L.433-3 I du Code monétaire financier et 234-5 du RG AMF font obligation à tout actionnaire qui détient une participation comprise entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote d'une société et qui augmente sa participation d'au moins 1 % en moins de 12 mois consécutifs, de déposer une offre publique. Ce dispositif, déjà prévu dans le Règlement du Conseil des Bourses de valeurs¹²⁹¹, n'est pas une particularité française. Il se retrouve, sous différentes variantes, en Autriche, en Grèce, en Italie, en Pologne ou encore en Espagne¹²⁹². Il vise à éviter qu'un actionnaire qui détiendrait déjà une participation importante au sein d'une société cotée puisse renforcer sa position et acquérir le contrôle sans avoir à lancer d'offre publique.

395. L'origine du dispositif. Si le dispositif pose une limite à la vitesse d'acquisition des titres, il exprime également une tolérance à l'égard des augmentations de capital qui n'excèderaient pas le pourcentage permis. C'est d'ailleurs cette indulgence à l'égard de l'augmentation progressive des participations d'actionnaires de référence qui semble à l'origine de la règle. Le dispositif français s'expliquerait ainsi par l'importance historique des groupes familiaux dans la composition de l'actionnariat des sociétés cotées et par la volonté de leur accorder une certaine marge de manœuvre pour accroître leur

¹²⁹¹ Art. 5.3.4 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹²⁹² Marcus Partner, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, préc., p.40.

participation¹²⁹³. Cette particularité dans la composition de l'actionnariat français, déjà relevée dans les années 1930¹²⁹⁴, semble se vérifier encore aujourd'hui. Sur un échantillon de plus de 500 sociétés cotées françaises, les familles constituaient, au début des années 2000, le premier actionnaire de 383 sociétés sur 560¹²⁹⁵. En 2021, les familles représentaient toujours la première catégorie d'actionnaires du CAC 40¹²⁹⁶.

396. Le manque de cohérence du dispositif. Depuis quelques années, l'excès de vitesse a pourtant mauvaise presse¹²⁹⁷. Le maintien de cette tolérance s'accorde assez mal avec la volonté de sanctionner par le dépôt d'une offre obligatoire l'ensemble des prises de contrôle, qu'elles soient instantanées ou progressives¹²⁹⁸. La justification de ce dispositif apparaît même dépassée. L'existence de groupes familiaux n'est plus une particularité française et l'on peut même douter qu'elle ne l'ait jamais été : les sociétés sous contrôle familial constituent la majeure partie des sociétés cotées dans le monde, en ce compris dans des pays qui interdisent toute acquisition progressive du contrôle¹²⁹⁹. Le fait que cette tolérance s'intègre difficilement dans le paysage juridique explique pourquoi l'autorité de marché écarte parfois son bénéfice lorsqu'elle accorde une dérogation à l'obligation de déposer une offre¹³⁰⁰. Cette réticence s'est d'ailleurs traduite par l'abaissement du seuil de tolérance, initialement fixé à 2 % du capital et des droits de vote, et réduit à 1 % par la loi Florange du 29 mars 2014.

La modification du seuil de tolérance opérée en 2014 n'a toutefois pas convaincu la doctrine financière. Presque aussi permissif que le seuil précédent, le nouveau seuil de 1 % permet toujours à un actionnaire armé de patience de se constituer une situation de contrôle sans avoir à déposer d'offre publique. En choisissant de diminuer le seuil plutôt que d'interdire toute acquisition entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote, le législateur français semble s'être arrêté « au milieu du gué », et avoir opté pour une demi-réforme qui n'empêche pas les prises de contrôle de fait, mais les retarde seulement¹³⁰¹. De deux choses

¹²⁹³ Marcus Partner, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, préc., p.127.

¹²⁹⁴ Selon la célèbre expression de Edouard Daladier lors du congrès radical de Nantes en 1934 : « deux cents familles sont maîtresses de l'économie française ».

¹²⁹⁵ S. BOUBAKER, F. LABÉGORRE, « La gouvernance des sociétés françaises cotées est-elle toujours familiale ? », *Management & Avenir* 2011/9, p.16 et s., spéc. p.18-19.

¹²⁹⁶ Euronext, *Who are the CAC 40 and SBF 120 shareholders ?*, 2023, p.10

¹²⁹⁷ F. BARRIÈRE, C. de REALS, « La loi Florange : une loi anti-OPA ? » préc., spéc. n°9.

¹²⁹⁸ J.-M. TODESCHINI, *Avis Sénat n°315*, 28 janv. 2014, p.26.

¹²⁹⁹ C. BLONDEL, « Investissement à long terme et capitalisme familial », *Revue d'économie financière* 2012/4, p.57, spéc. p.58.

¹³⁰⁰ AMF, déc. n°212C0435, 23 mars 2012, *Havas*.

¹³⁰¹ F. BARRIÈRE, C. de REALS, « La loi Florange : une loi anti-OPA ? », préc., n°14 ; J. MARSCH, « Loi Florange - Un regard outre-Atlantique et point de vue au sein d'une entreprise multinationale », *Bull. Joly Bourse* oct. 2014, p.483 et s., spéc. p.484.

l'une en effet : soit le législateur souhaite empêcher les prises de contrôle rampantes, et toute acquisition d'actions au-dessus du seuil de 30 % devrait dès lors être interdite, soit l'objectif est ailleurs, et la diminution du seuil de tolérance s'explique mal¹³⁰².

397. Proposition de suppression du dispositif. Devant ce procédé dont on peine aujourd'hui à saisir la raison d'être, il semblerait cohérent de s'aligner sur la position anglo-saxonne en supprimant purement et simplement le dispositif¹³⁰³. Entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote, toute augmentation aboutirait alors au dépôt d'une offre, sauf à pouvoir justifier d'une dérogation ou d'une hypothèse de non-lieu au dépôt. Si des voix s'élèveront certainement contre la suppression du seuil de tolérance¹³⁰⁴, plusieurs précautions faciliteraient la transition entre le droit positif et le régime de demain. La première serait de s'assurer que la nouvelle interdiction ne s'applique pas aux participations acquises au cours des douze mois précédant son entrée en vigueur dès lors que ces participations ont été acquises conformément à la précédente vitesse d'acquisition. La seconde serait d'introduire un système d'accord tacite en cas de franchissement de seuils passifs. Ce système permettrait aux actionnaires concernés d'obtenir une dérogation automatique à l'obligation de lancer une offre sauf objection exprimée par l'AMF dans un délai de quelques jours¹³⁰⁵.

2. Les faits générateurs des offres de retrait

398. Annonce. Les hypothèses d'offres de retrait prévues en droit français sont plus nombreuses qu'en droit européen, qui ne prévoit qu'une seule offre de rachat. Les articles 15 et 16 de la directive OPA imposent seulement aux États membres de s'assurer qu'à la suite d'une offre à l'issue de laquelle l'initiateur détiendrait 90 % du capital ou des droits de vote de la société, tout détenteur de titres restant puisse solliciter la mise en œuvre d'une offre de rachat. Prévoyant une hypothèse proche de celle de la directive, les articles L.433-4 I du Code monétaire et financier et l'article 236-1 du RG AMF disposent qu'en cas de détention d'au moins 90 % du capital ou des droits de vote par un actionnaire, le détenteur de titres n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander à l'AMF de requérir le dépôt d'une

¹³⁰² En ce sens v. J. RADIX HESS, *Les prises de contrôle rampantes*, (dir.) D. Cohen, Panthéon Assas, 2019, n°420.

¹³⁰³ Si l'augmentation a un temps été possible au Royaume Uni, le *Takeover City code* oblige désormais toute personne qui détient entre 30% et 50% du capital d'une société cotée et qui vient à augmenter sa participation à déposer une offre (Art. 9.1 b. *Takeover City code*).

¹³⁰⁴ Par le passé, l'ANSA a déclaré être « nettement » opposée à la réduction du seuil de l'excès de vitesse. On peut présumer qu'elle sera aussi opposée à la suppression du seuil de tolérance (ANSA, « Observations présentées par l'ANSA au sujet au rapport du groupe de travail réuni à l'AMF sur les franchissements de seuils et du projet d'ordonnance relative à la transparence », *préc.*, p.4).

¹³⁰⁵ Ce système a déjà été proposé par l'ANSA (ANSA, « Projets de réforme du régime des offres publiques obligatoires – Observations présentées par l'ANSA », *préc.*, p.2).

offre de retrait. Si cette hypothèse de retrait et celle de rachat semblent couvrir les mêmes cas de figure, l'examen de la jurisprudence française révèle que les conditions de mise en œuvre des offres de retrait sont plus strictes que celles posées par la directive. La réglementation française semble donc contraire au droit européen (a). Pour résoudre cette contrariété, une réforme législative doit être envisagée (b).

a. La contrariété du dispositif national au droit de l'Union

399. L'offre de retrait en cas de détention ultra-majoritaire du capital. L'autorité de marché a toujours incité les actionnaires détenteurs de la quasi-totalité du capital d'une société cotée à proposer aux minoritaires le rachat de leurs actions. Cette pratique, qui s'est d'abord développée en dehors de tout cadre légal, a reçu une assise législative dès la loi du 2 août 1989¹³⁰⁶. Sur le fondement du dispositif consacré à l'époque, un minoritaire pouvait saisir l'autorité de marché afin de demander le dépôt d'une offre de retrait en cas de détention d'au moins 95 % du capital « et » des droits de vote par l'actionnaire majoritaire. Modifié par la loi Pacte du 22 mai 2019, qui abaissa le seuil à 90 % du capital « ou » des droits de vote, le dispositif figure désormais aux articles L.433-4 I du Code monétaire et financier et 236-1 du RG AMF.

400. Critères liés à la liquidité des titres et à la bonne foi du demandeur. Outre le critère lié à la détention d'un certain pourcentage en capital ou en droit de vote, la jurisprudence a très tôt introduit d'autres conditions relatives à la liquidité des titres concernés. Dans un arrêt du 25 février 1994, la Cour d'appel de Paris souligna que cette offre de retrait avait pour but de permettre au minoritaire « dont le titre a perdu sa liquidité sur un marché rendu étroit par le poids relatif des majoritaires, de sortir de la société dans des conditions normales de cours et de délai » et précisa en conséquence que l'offre n'était pas obligatoire du seul fait de la réunion des conditions formelles énoncées par les textes¹³⁰⁷. Confirmée en cassation¹³⁰⁸, cette lecture téléologique des textes a été réaffirmée à plusieurs reprises¹³⁰⁹. La liquidité est donc directement prise en compte pour apprécier la recevabilité

¹³⁰⁶ V. *supra* n°355.

¹³⁰⁷ CA Paris, n°93/26895, 25 fév. 1994, *Société financière CIRCE, Société des caves et producteurs réunis de Roquefort* ; *Rev. dr. banc. bourse* mars-avr. 1994, p.86, obs. M. Germain M. et M.-A. Frison-Roche ; *Dr. Soc.* 1994, comm. 146, obs. H. Hovasse ; *Banque et Droit* nov.-déc. 1994, p.23, obs. F. Peltier.

¹³⁰⁸ Cass. Com., n°94-13.708, 6 mai 1996, *préc.*

¹³⁰⁹ V. not. CA Paris, 7 avr. 1998, *SA Parfival c/ SA Cauval* ; *JCP E* oct. 1998, p.1598, note J.-J. Daigre ; *Dr. Soc.* août-sept. 1998, comm. 117, note H. Hovasse ; *Rev. Soc.* 1998, p.630, obs. Y. Guyon ; *Bull. Joly Bourse* mai 1998, p.266, note A. Couret ; *RTD Com.* 1998, p.635, obs. N. Rontchevsky ; *Banque et droit* mai-juin 1998, p.29, obs. H. De Vauplane ; *Rev. mens. CMF* juin 1998, n°9, p.24, obs. M. D'Orazio ; *CMF*, déc. n°203C0195, 10 févr. 2003, *Consodata* ; CA Paris, n°2003/03267 4 nov. 2003, *préc.*

de cette offre de retrait. La lecture des rapports annuels révèle que l'appréciation opérée par l'AMF dépend parfois d'éléments plus subjectifs, tels que la bonne foi du demandeur¹³¹⁰.

401. Contrariété du dispositif français à la directive OPA. L'article 16 de la directive OPA impose aux États membres de veiller à ce qu'à la suite d'une offre publique, les actionnaires minoritaires restants puissent exiger le rachat de leurs titres à un juste prix. Les États sont tenus d'introduire ce droit dans une des deux hypothèses suivantes : lorsque l'initiateur détient 90 % du capital et 90 % des droits de vote¹³¹¹, ou lorsqu'à la suite de l'acceptation de l'offre, l'offrant a acquis ou s'est fermement engagé à acquérir des titres représentant au moins 90 % du capital et des droits de vote de la société visée. Les conditions prévues par la directive ne font pas écho aux critères de liquidité ou de bonne foi posés par l'AMF. Aussi, et bien que l'obligation de déposer une offre de rachat postérieurement à une offre publique soit plus circonscrite dans le temps que le dispositif prévu en droit français, les critères retenus par la directive s'avèrent moins exigeants que ceux pratiqués par l'autorité de marché, ce qui laisse planer un doute sur la conformité du droit français aux exigences européennes.

L'article 4 de la directive OPA pourrait permettre de préserver la compatibilité de la réglementation française avec le droit européen. Cette disposition autorise les États membres à introduire des dérogations nationales aux règles prévues par la directive. Ces dérogations doivent cependant respecter la teneur des principes énoncés par la directive, qui imposent notamment que les détenteurs de titres soient protégés en cas d'acquisition du contrôle de leur société¹³¹². Il est douteux que cette protection soit toujours assurée en droit français. En effet, si la réouverture des offres procure aux actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres le bénéfice de l'offre antérieure sans qu'ils aient à en faire la demande et semble satisfaire l'impératif de protection, une telle réouverture n'existe pas en toute hypothèse¹³¹³. En conséquence, les critères qui conditionnent en droit français la mise en œuvre de l'offre de retrait privent les minoritaires du droit au rachat de leurs titres dans des hypothèses où la directive le prévoit justement, sans offrir systématiquement aux minoritaires une protection

¹³¹⁰ AMF, *Rapport annuel 2004*, p.110.

¹³¹¹ Précision étant faite que le texte autorise à fixer un seuil plus élevé, à condition qu'il ne dépasse pas 95 % (art. 15 2° Dir. 2004/25/CE, *préc.*).

¹³¹² Art. 3 1° a) Dir. 2004/25/CE, *préc.*

¹³¹³ Le Règlement général ne prévoit que la réouverture des offres réalisées selon la procédure normale (Art. 232-4 RG AMF).

équivalente. Depuis le 21 mai 2006, date limite pour transposer la directive, la France s'expose donc à un recours en manquement pour non-respect de l'article 16¹³¹⁴.

b. Les propositions de réforme

402. Options possibles. Trois options sont envisageables pour remédier à la contrariété du dispositif français avec la réglementation européenne. La première consisterait à substituer l'offre de rachat prévue en droit européen à l'offre de retrait du droit français. La seconde serait d'introduire, en complément du dispositif actuel, un nouvel article qui viendrait transposer les exigences européennes. Enfin, la dernière serait d'opérer une distinction entre l'offre de retrait « à chaud », exigée par le droit de l'Union et simplement conditionnée au franchissement du seuil de 90 % du capital à l'issue d'une offre publique, et l'offre de retrait « à froid », motivée par l'absence de liquidité des titres de la société cotée. Pour trancher entre ces options, la raison d'être des dispositifs français et européen doit être rappelée.

403. Raison d'être des dispositifs français et européen. En pratique, si le droit français accorde autant d'importance à la liquidité des titres, c'est parce qu'elle constitue la réelle justification de cette hypothèse de retrait. Aux yeux des autorités, le seuil initialement fixé à 95 % du capital et des droits de vote, et aujourd'hui diminué à 90 %, ne constituerait qu'un indice d'illiquidité des titres encore négociés sur le marché¹³¹⁵. Au contraire, l'offre de rachat prévue par la directive ne semble pas s'expliquer par le souhait d'offrir une porte de sortie aux détenteurs de titres devenus illiquides, mais par la volonté de permettre aux minoritaires d'apporter leurs titres à l'initiateur d'une offre particulièrement réussie afin qu'ils ne souffrent pas de la position dominante du nouvel actionnaire de contrôle¹³¹⁶. Motivés par deux raisons différentes, les deux dispositifs garantissent donc, chacun à leur manière, la protection des minoritaires. Aussi, serait-il regrettable qu'une réforme du droit français aboutisse à supprimer l'hypothèse de retrait actuellement prévue à l'article 236-1 du RG AMF. Cette dernière, si elle ne consacre pas exactement l'hypothèse de rachat prévue par la directive OPA, offre une protection qui n'est pas dénuée de justification. Plutôt qu'une substitution, c'est donc un ajout au dispositif existant qui sera proposé.

¹³¹⁴ S. TORCK, « Offres publiques : vers un rachat obligatoire ? », *Bull. Joly Bourse* mai 2019, p.1 ; A. PIETRANCOSTA, « Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait révisés par la loi Pacte », *Rev. Soc.* 2019, p.623, *spéc.* n°11 ; D. BOMPOINT, V. RAMONÉDA, « L'arrêt Bourrellet : entre majoritaires distraits et minoritaires tenaces », *Bull. Joly Bourse* janv. 2021, p.39, *spéc.* n°27.

¹³¹⁵ Dans un sens proche v. M.-A. FRISON-ROCHE, « La prise de contrôle et les intérêts des associés minoritaires », *préc.*, n°32.

¹³¹⁶ Marcus Partner, *The Takeover Bids directive Assessment Report*, *préc.*, p.220.

Afin d'assurer la bonne transposition de la directive tout en conservant l'hypothèse de retrait pour illiquidité des titres, deux modifications devraient être opérées. La première consisterait à reformuler les articles L.433-4 du Code monétaire et financier et 236-1 du RG AMF, la seconde à introduire un nouvel article au sein du Règlement général.

404. Une nouvelle rédaction des articles L.433-4 Code mon. fin. et 236-1 RG AMF.

Afin de traduire plus fidèlement la finalité poursuivie par le dispositif français, il conviendrait d'abord de retoucher l'article L.433-4 du Code monétaire et financier pour y introduire le critère sur lequel repose le déclenchement de cette offre de retrait, à savoir la perte de liquidité des titres, et dépasser l'actuelle référence au pourcentage de capital. En effet, si hier, le seuil de 95 % du capital et des droits de vote pouvait constituer un bon indice de l'illiquidité — encore qu'il ne soit pas parfaitement adéquat — le nouveau seuil de 90 % est trop bas pour remplir cette fonction. Il y a dès lors peu de sens à maintenir à la fois une référence à l'absence de liquidité et un pourcentage de capital aussi faible au sein du même dispositif¹³¹⁷. Une simple retouche de l'article L.433-4 I du Code monétaire et financier permettrait de réaliser cette déconnexion entre illiquidité et détention du capital ou de droits de vote :

Art. L.433-4 Code mon. fin. : I. *Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions applicables aux procédures d'offre et de demande de retrait dans les cas suivants : [...]*

2 bis° Lorsque les actions d'une société mentionnée au 2° sont devenues illiquides

Adapter l'article 236-1 du RG AMF pourrait s'avérer plus délicat, mais pas impossible. Il conviendrait de trouver un équilibre entre la liberté laissée à l'AMF pour apprécier la liquidité des titres et l'introduction d'un critère plancher permettant d'éviter une sollicitation excessive de l'autorité. Pour atteindre cet équilibre, il faudrait d'abord conditionner la mise en œuvre du dispositif à la présence d'un actionnaire majoritaire identifié, débiteur de l'obligation de dépôt. Il serait ensuite nécessaire de dégager des indices susceptibles d'être pris en compte par l'autorité pour apprécier l'absence de liquidité d'un titre. Sans poser de critères fixes, le Règlement général pourrait faire référence aux perspectives d'évolution d'échange des titres en cause¹³¹⁸, à la situation des minoritaires¹³¹⁹ et au volume moyen des échanges d'actions observés sur les dernières années, en mesurant le temps nécessaire pour

¹³¹⁷ S. TORCK, « Offres publiques : vers un rachat obligatoire ? », *préc.*, p.1 ; A. PIETRAN COSTA, « Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait révisés par la loi Pacte », *préc.*, n°11.

¹³¹⁸ Cass. Com., n°94-13.708, 6 mai 1996, *préc.* ; CA Paris, 7 avr. 1998, *préc.* ; CMF, déc. n°203C0790, 23 mai 2003, *Coflexip*.

¹³¹⁹ AMF, *Rapport annuel* 2004, p.110.

vendre les titres si les actionnaires limitent leurs ventes au quart du volume quotidien¹³²⁰.
Suivant ces remarques, la rédaction du futur article pourrait être la suivante :

Art. 236-1 RG AMF : *Lorsque les titres d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, ou ont cessé de l'être, le détenteur de titres illiquides peut demander à l'AMF de requérir de l'actionnaire majoritaire le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.*

L'AMF se prononce sur la demande qui lui est présentée en fonction des caractéristiques du marché considéré et de la situation particulière des minoritaires à l'origine de la saisine. L'AMF peut notamment prendre en considération la bonne foi du demandeur, le volume moyen d'échange des titres et les perspectives d'évolutions des conditions de cession de ces titres.

Si la demande est déclarée recevable, l'AMF la notifie à l'actionnaire majoritaire qui est alors tenu de déposer un projet d'offre libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme.

405. L'introduction d'un article 236-1-1 RG AMF. Parallèlement à la refonte de l'article 236-1 du RG AMF, un nouveau cas de retrait consécutif à la clôture d'une offre qui aurait recueilli plus de 90 % du capital de la société cible devrait être introduit. Adjoindre cette hypothèse aux cas de retraits déjà existants assurerait la conformité du droit français au droit de l'Union. Cela ne nécessiterait d'ailleurs aucune modification de la loi, l'article L.433-4 I 1° du Code monétaire et financier utilisant des termes suffisamment larges pour couvrir cette hypothèse. Seule l'introduction d'un nouvel article au sein du Règlement général serait nécessaire. Sa rédaction pourrait s'inspirer de l'article 15 de la directive OPA. Il conviendrait alors de limiter l'obligation dans le temps et d'assurer l'existence d'un juste prix. Ce dernier pourrait être fixé en considération de la contrepartie proposée dans le cadre de l'offre précédente. L'introduction de cette nouvelle disposition pourrait aussi être l'occasion de revenir sur la dissymétrie introduite par la loi Pacte entre les seuils de l'offre de retrait et du retrait obligatoire. En effet, depuis cette loi, le seuil de l'offre de retrait est désormais exprimé en droits de vote « ou » en capital. Cette dissonance entre les deux dispositifs est pourtant regrettable en ce qu'elle permet de contraindre au rachat des

¹³²⁰ Cette référence, qui fait écho à la limite applicable aux programmes de rachat dans les textes d'application du règlement MAR (art. 3.3 Règl. délégué n°2016/1052 du 8 mars 2016 complétant le règl. n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les conditions applicables aux programmes de rachat et aux mesures de stabilisation), est parfois utilisée par les juges nationaux (CA Paris, n°20/05013, 26 nov. 2020, *préc.*, n°65).

actionnaires titulaires de 90 % des droits de vote, mais qui ne détiendraient que 82 % du capital, ce qui peut paraître excessif¹³²¹. La rédaction du futur article pourrait être la suivante :

Article 236-1-1 RG AMF : *Lorsqu'à l'issue d'une offre, l'actionnaire d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen vient à détenir, seul ou de concert, au moins 90 % du capital et des droits de vote de la société, le détenteur de titres conférant des droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander à l'AMF, dans un délai de 3 mois après la clôture de l'offre, de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.*

Le projet d'offre publique de retrait déposé doit être libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF. Sauf dans l'hypothèse où des événements susceptibles d'influer sur la valeur des titres concernés sont intervenus durant la période intercalaire, la contrepartie offerte est au moins équivalente à celle proposée dans l'offre précédant la demande de retrait.

B. L'évolution des dérogations à l'obligation de dépôt d'une offre

406. Les dérogations et le droit de l'Union. En droit français, les aménagements à l'obligation de déposer une offre sont nombreux¹³²². Aucun n'est directement prévu par la directive OPA. Le droit européen offre néanmoins aux États la faculté de prévoir des dispenses au dépôt d'une offre. L'étude sur l'application de la directive relève ainsi que « pour avoir un sens », l'obligation de dépôt attachée au franchissement du seuil de contrôle ne saurait jouer lorsque le franchissement n'entraîne pas de réel changement de contrôle au sein de la société¹³²³. Outre ce premier aménagement nécessaire à la correcte application du texte, le droit de l'Union autorise également les États membres à écarter le jeu de l'offre obligatoire dans certaines situations. L'article 4 5° de la directive permet aux États de déroger aux règles de la directive à condition que ces dérogations soient conformes aux principes énoncés à l'article 3 et garantissent, notamment, la protection des minoritaires. Si une dérogation à l'obligation de déposer une offre peut donc être prévue en droit français, c'est à la condition qu'elle s'accompagne d'une protection adéquate des intérêts minoritaires.

¹³²¹ A. GAUDEMET, « La loi PACTE et le droit des offres publiques », *préc.*, n°7 ; A. PIETRANCOSTA, « Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait révisés par la loi Pacte », *préc.*, n°11.

¹³²² V. *supra* n°324.

¹³²³ Marcus Partner, *The Takeover Bids directive Assessment Report*, *préc.*, p.126.

407. Le système français. Les aménagements à l'obligation de déposer une offre prévus aux articles 234-4 et 234-7 du RG AMF poursuivent la même logique que celle européenne : ils visent des cas dans lesquels aucun réel changement de contrôle n'intervient. La philosophie à l'origine des dérogations qui figurent à l'article 234-9 du RG AMF diffère. Ces dérogations sont généralement regroupées dans deux catégories : celles fondées sur une absence de volonté de conquête de la part de l'acquéreur et celles où, malgré la volonté de conquête, l'offre n'est pas jugée nécessaire en raison des trop grandes contraintes qu'engendrerait son dépôt¹³²⁴. Dans cette dernière hypothèse, l'intérêt des actionnaires minoritaires doit alors être pris en considération par d'autres biais¹³²⁵.

408. Les cas problématiques. La conformité au droit européen de certaines dérogations prévues à l'article 234-9 du RG AMF interroge. Plusieurs situations visées par cette disposition semblent en effet permettre d'échapper à l'obligation de déposer une offre sans offrir en contrepartie une protection suffisante des intérêts minoritaires. Dans sa thèse de doctorat, Madame Olympe Dexant-De Bailliencourt soulignait ainsi l'incompatibilité au droit de l'Union des dérogations prévues à l'article 234-9 1°, 2°, 3° et 4°¹³²⁶. Les observations faites à l'égard de l'article 234-9 2° peuvent être discutées. En effet, l'hypothèse prévue au 2° vise à faciliter le sauvetage de sociétés en difficulté et protège, par ricochet, les intérêts minoritaires en assurant la pérennité de l'entreprise. L'étude externe commandée par la Commission européenne remarque que cette dérogation est conforme à la directive mais qu'il convient, afin d'éviter le contournement trop aisé de l'offre obligatoire, de prévoir un cadre précis entourant le jeu de la dérogation¹³²⁷. Les cas visés à l'article 234-9 1°, 3° et 4° renvoient aux transmissions à titre gratuit entre personnes physiques, aux distributions d'actifs réalisées par une personne morale au prorata des droits des associés, aux opérations de fusion ou d'apport d'actifs soumises à l'approbation d'une assemblée générale ainsi qu'au cumul de ces opérations de fusion ou d'apport et de la conclusion d'un accord constitutif d'une action de concert. Les développements qui vont suivre montreront que ces hypothèses

¹³²⁴ M. JEANTIN, « Comment se décide une offre publique ? », *préc.*, p.7-8 ; H. De VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers, op cit.*, n°789 ; J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE et alii, *Lamy droit du financement, op cit.*, n°2222.

¹³²⁵ J.-P. BORNET, H. De VAUPLANE, *Droit des marchés financiers, op cit.*, n°789 ; Th. BONNEAU, P. PAILLER et alii, *Droit financier, op cit.*, n°1223 ; D. MARTIN, B. COURTEAULT, « Les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique sur une société cotée », *préc.*, p.80.

¹³²⁶ O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées, op cit.*, n°421. Dans un article plus récent, l'auteur envisage également la compatibilité de l'hypothèse visée à l'article 234-9 8° avec les prescriptions de la directive OPA (O. De BAILLIENCOURT, « Dérogation au lancement obligatoire d'une offre publique malgré un changement de contrôle », *Dr. Soc.* juill. 2022, comm. 80, *spéc.* p.27-28).

¹³²⁷ Marccus Partner, *The Takeover Bids directive Assessment Report, préc.*, p.149.

soulèvent de réelles difficultés. Elles pourraient aboutir à ce qu'un recours en manquement soit engagé contre la France¹³²⁸.

409. Annonce. Pour remédier aux risques d'incompatibilité du droit français avec la directive OPA et assurer une meilleure protection des intérêts minoritaires, la révision de plusieurs dérogations qui figurent à l'article 234-9 apparaît nécessaire. Cette révision devrait aboutir à la suppression du premier cas de dérogation prévu par cette disposition (1) et à la réécriture des cas trois et quatre (2).

1. La suppression de l'article 234-9 1° du RG AMF

410. La logique de la dérogation prévue à l'article 234-9 1° RG AMF. La première hypothèse visée à l'article 234-9 permet à l'autorité d'accorder une dérogation lorsque le fait générateur d'une offre obligatoire résulte de la « transmission à titre gratuit entre personnes physiques » ou d'une « distribution d'actifs réalisée par une personne morale au prorata des droits des associés ». La *ratio legis* de cette dérogation est difficile à saisir¹³²⁹. L'explication généralement avancée est qu'elle se justifie par le caractère passif et involontaire du franchissement de seuil du point de vue de son bénéficiaire¹³³⁰. Cette explication ne suffit pas à assurer la compatibilité du dispositif avec la directive OPA. En effet, le caractère passif de ces franchissements n'efface en rien la réalité du changement de contrôle auquel ils aboutissent. En vertu des articles 3 et 4 de la directive, tout changement de contrôle devrait donc s'accompagner d'une protection satisfaisante des intérêts minoritaires. Cette protection est pourtant absente aussi bien en cas de transmission à titre gratuit entre personnes physiques, que dans l'hypothèse d'une distribution d'actifs réalisée par une personne morale.

411. La transmission à titre gratuit entre personnes physiques. La directive conditionne la mise en œuvre d'une offre obligatoire à l'acquisition d'un pourcentage de droits de vote qui témoigne du changement de contrôle de la société, et non à la volonté de

¹³²⁸ Dans son rapport sur l'application de la directive, la Commission européenne relevait que la « variété des dérogations nationales à la règle de l'offre obligatoire ne laisse pas toujours clairement apparaître comment la protection des actionnaires minoritaires est assurée », avant d'ajouter qu'elle envisageait de mener une enquête approfondie sur ce terrain, enquête qui pourrait aboutir à des procédures d'infraction en cas de manquements (Com. Européenne, *Rapport sur l'application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, COM (2012), n°17 et n°24).

¹³²⁹ Les communications de l'autorité de marché ne donnent pas d'indications sur les raisons de cette décharge (C. MAISON-BLANCHE, « Les dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique », *préc.*, p.13).

¹³³⁰ Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, *op cit.*, n°385 ; G. LEKKAS, *L'Harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs. Étude comparée des règles en vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique*, *op cit.*, n°864 ; D. MARTIN, B. COURTEAULT, « Les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique sur une société cotée », *préc.*, p.89.

conquête de l'acquéreur¹³³¹. Ce faisant, la dérogation française prévue en cas de transmission à titre gratuit doit être comprise comme une exception aux règles de la directive. Sa conformité au droit de l'Union dépend donc du point de savoir si la mise en œuvre de cette dérogation assure bien, conformément aux principes posés par la directive, la protection des détenteurs de titres qui ne font pas partie du groupe contrôleur.

La lettre de l'article 234-9 1° du RG AMF ne prévoit aucune mesure spécifique de protection. En pratique, les dérogations accordées par l'AMF prennent souvent acte de ce que le bénéficiaire de la transmission détient déjà la majorité des droits de la société¹³³², ou que l'opération en cause constitue un reclassement, et est donc susceptible d'être couverte par la dérogation prévue à l'article 234-9 7° du RG AMF¹³³³. Dans ces deux configurations, la dérogation octroyée sur le fondement de l'article 234-9 1° est conforme au droit européen : la détention préalable de la majorité des droits de vote, et le reclassement au sein d'un groupe familial, n'aboutissent à aucun changement de contrôle. Il reste que la dérogation qui figure à l'article 234-9 1° ne se limite pas à ces deux hypothèses. Elle peut donc mener à ce qu'un changement de contrôle s'opère sans qu'une protection adéquate des minoritaires soit assurée. Dans une telle situation, la dérogation s'avérerait contraire au droit européen. Cette contrariété a été évoquée dans un rapport sur l'application de la directive OPA, qui relevait que « les donations et les transactions ayant lieu au sein de la même famille pourraient être considérées comme des exemptions problématiques à la lumière de la règle de l'offre obligatoire »¹³³⁴. Afin d'éviter une action en manquement contre la France, la suppression de la première dérogation prévue à l'article 234-9 1° du RG AMF apparaîtrait bienvenue. En opportunité, cette suppression pourrait être jugée regrettable en ce qu'elle risquerait d'entraver la transmission d'entreprise et la préservation du contrôle familial. Il semble toutefois que l'abandon de cette dérogation aurait des conséquences relativement limitées, l'article 234-9 7° du RG AMF englobant les opérations qui s'analysent comme un reclassement entre personnes appartenant à un même groupe, familial par exemple. En outre, supprimer la dérogation ne reviendrait pas à interdire les transmissions à titre gratuit, mais à exiger qu'elles s'accompagnent désormais d'une offre publique protégeant les intérêts minoritaires.

¹³³¹ Art. 5 Dir. 2004/25/CE, *préc.*

¹³³² CMF, déc. n°198C0347, 9 avr. 1998, *Publicis*.

¹³³³ CMF, déc. n°199C0426, 16 avr. 1999, *Brice* ; déc. n°199C1927, 8 déc. 1999, *Sodifrance* ; AMF, déc. n°206C0074, 12 janv. 2006, *Clayeux* ; déc. n°208C0177, 25 janv. 2008, *Delfingen Industry* ; déc. n°208C0712, 16 avr. 2008, *Vicat*.

¹³³⁴ Marccus Partner, *The Takeover Bids directive Assessment Report, préc.*, p.147.

412. Distribution d'actifs. Guidée par une logique proche de celle qui précède, la seconde hypothèse prévue à l'article 234-9 1° exempte le bénéficiaire d'une distribution d'actifs réalisée par une personne morale de l'obligation de déposer une offre dès lors que cette distribution est effectuée au *prorata* des droits des associés. Pourtant, l'acquisition de titres à la suite d'une distribution d'actifs opérée de façon égalitaire n'est pas forcément neutre sur le terrain du contrôle de la société dont les titres sont distribués. Si la distribution aboutit la plupart du temps à un simple reclassement des titres distribués¹³³⁵, tel n'est pas le cas en toute hypothèse. Un exemple suffit à l'illustrer.

Prenons « W », titulaire à la fois de 25 % des droits de vote d'une société cotée « X » et de 25 % des droits de vote d'une société « Y » qui détiendrait elle-même 25 % du capital de la société « X ». Minoritaire au sein de la société « X » et « Y », l'actionnaire « W » obtiendra pourtant, en cas de distribution égalitaire des titres « X » par la société « Y », 6,25 % de droits de vote supplémentaires au sein de « X ». Avec plus de 30 % des droits de vote de la société « X », l'actionnaire « W » deviendra alors, si aucun autre ne détient une telle participation, le nouvel actionnaire de contrôle de cette société. Par le biais de la dérogation prévue au sein de l'article 234-9 1°, l'actionnaire « W » pourra alors obtenir le contrôle d'une société cotée sans avoir à déposer d'offre ou à offrir une quelconque protection aux actionnaires minoritaires. Faute d'assurer une telle protection, ce cas encourt les mêmes critiques que celles formulées à l'égard de la transmission d'actions à titre gratuit entre personnes physiques. De nouveau, la suppression du cas visé au 1° l'article 234-9 ne peut être qu'encouragée.

2. La modification de l'article 234-9 3° et 4° du RG AMF

413. Logique des dérogations prévues à l'article 234-9 3° et 4° du RG AMF. Les hypothèses qui figurent à l'article 234-9 3° et 4° du RG AMF permettent de déroger à l'obligation de déposer une offre en cas d'opération de fusion ou d'apport d'actifs, isolée ou cumulée avec une mise en concert, à la condition que l'opération en cause soit soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. Ces dérogations s'expliquent par la volonté de ne pas entraver plus que de raison les opérations de restructuration, nécessaires à la bonne marche de l'économie¹³³⁶. Elles assurent qu'il n'y ait « pas de frein réglementaire dommageable à des opérations conçues pour contribuer au dynamisme des entreprises concernées, opérations qui pourraient être empêchées par la menace parfois répressive de

¹³³⁵ V. par ex. AMF, déc. n°204C1530, 15 déc. 2004, *AD Capital*.

¹³³⁶ D. MARTIN, B. COURTEAULT, « Les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique sur une société cotée » *préc.*, p.78.

l'offre à 100 % »¹³³⁷. À cette justification s'ajoute l'idée que l'existence d'un vote de l'assemblée générale extraordinaire sur l'opération considérée offre une protection suffisante aux actionnaires minoritaires, appelés à prendre part au vote et à consentir à l'opération. Ces deux dérogations seraient donc le fruit d'un juste équilibre conciliant la préservation des intérêts minoritaires avec la nécessité de ne pas contrarier les opérations de restructuration¹³³⁸.

414. Mise en œuvre des dérogations. L'examen de la pratique montre que les dérogations visées à l'article 234-9 3° et 4° du RG AMF ne sont pas toujours octroyées du seul fait de la réunion des conditions énoncées par le texte, à savoir l'existence d'une opération d'apport ou de fusion, l'éventuelle mise en concert et le vote de l'assemblée générale extraordinaire. Dans les faits, l'AMF examine parfois l'incidence de l'opération sur le contrôle de la société ainsi que les conditions dans lesquelles l'assemblée générale des actionnaires délibère sur l'opération. L'examen prend ainsi en considération les conséquences qu'emporte réellement l'opération pour les actionnaires minoritaires. Pour ce faire, l'autorité analyse le poids économique des actionnaires avant et après l'apport ou la fusion¹³³⁹, et n'accorde généralement la dérogation qu'après s'être assurée que l'actionnaire de contrôle demeurera prédominant après l'opération¹³⁴⁰.

La lecture des décisions révèle que des dérogations sont aussi accordées alors qu'un changement de contrôle a lieu, par exemple lorsque l'opération d'apport ou de fusion est réalisée entre deux sociétés indépendantes ou qui n'appartiennent pas au même groupe. Dans de telles circonstances, l'AMF apprécie alors les conditions qui entourent le vote de l'assemblée générale et vérifie, en principe, que l'approbation du projet de fusion ou d'apport constitue bien, compte tenu de la configuration de l'actionnariat de la société, une protection suffisante pour les minoritaires¹³⁴¹. Pour accorder la dérogation, l'autorité prend en compte l'engagement des actionnaires prédominants de la société de ne pas participer au vote de l'assemblée générale ou de n'y participer qu'avec une partie de leurs actions seulement, afin que les minoritaires puissent réellement peser sur la décision prise.

¹³³⁷ C. MAISON-BLANCHE, « Les dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique », *préc.*, p.14.

¹³³⁸ Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques, op cit.*, n°387-388 ; D. MARTIN, B. COURTEAULT, « Les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique sur une société cotée » *préc.*, p.78 ; G. LEKKAS, *L'Harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs, op cit.*, n°842.

¹³³⁹ C. MAISON-BLANCHE, « Les dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique », *préc.*, p.14.

¹³⁴⁰ V. par ex. CMF, déc. n°200C0220, 10 févr. 2000, *Expand* ; déc. n°201C0689, 13 juin 2001, *Christian Dalloz SA*.

¹³⁴¹ C. MAISON-BLANCHE, « Les dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique », *préc.*, p.14.

Force est pourtant de constater que l'autorité de marché ne retient pas systématiquement cette position¹³⁴². Il arrive ainsi que des dérogations soient accordées alors même que l'opération aboutit à un changement de contrôle de la société et que les minoritaires, écrasés par le poids de la majorité, n'ont pas pesé sur la décision prise par l'assemblée générale¹³⁴³. Dans ces hypothèses, qui restent heureusement marginales, un changement de contrôle a lieu sans qu'aucune mesure de protection des intérêts minoritaires n'intervienne.

415. Risque de contrariété avec le droit de l'Union. Il apparaît curieux qu'une réglementation qui vise à tempérer le jeu de la loi majoritaire décharge un actionnaire de l'obligation de déposer une offre au prétexte que l'opération à l'origine du changement de contrôle a été validée par décision de l'assemblée générale extraordinaire, alors même que les minoritaires n'ont pas pesé sur cette décision en raison de la faiblesse de leur participation¹³⁴⁴. Cette curiosité met sérieusement en doute la conformité du dispositif à la directive européenne¹³⁴⁵. Afin d'éviter toute future condamnation de la France, la réécriture des hypothèses envisagées à l'article 234-9 3° et 4° apparaîtrait nécessaire.

416. Réécriture de l'article 234-9 3° et 4° RG AMF. En tant que telle, la mise en œuvre des cas visés à l'article 234-9 3° et 4° doit être saluée en ce que l'autorité se penche régulièrement sur l'incidence des opérations sur le contrôle de la société et, occasionnellement, sur les conditions de délibération de l'assemblée générale appelée à les valider. Il reste que ce contrôle n'est pas opéré de façon systématique, ce qui, en plus de nuire à la sécurité juridique, n'offre pas une protection adéquate aux actionnaires minoritaires. Aussi conviendrait-il de remédier à l'absence de ligne directrice quant aux hypothèses dans lesquelles la dérogation est subordonnée à l'engagement des actionnaires majoritaires de ne pas prendre part au vote de l'assemblée générale¹³⁴⁶. Sur ce point, le *Takeover City Code*, qui connaît une dérogation similaire à celle qui existe en droit français, conditionne son octroi à la mise en œuvre d'une procédure de « whitewash ». Pour que la dérogation soit accordée, l'opération doit ainsi être approuvée par la majorité des actionnaires indépendants de la société concernée¹³⁴⁷. Il serait possible d'intégrer une procédure similaire en droit français,

¹³⁴² D. MARTIN, B. COURTEAULT, « Les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique sur une société cotée » *préc.*, p.82.

¹³⁴³ V. par ex. CMF, déc. n°199C0577, 18 mai 1999, *Eramet* (dérogation octroyée aux demandeurs à la suite d'un apport d'actif qui leur conférait 38% du capital et entraînait l'abaissement de la participation de l'actionnaire de contrôle de 57% à 29%) ; AMF, déc. n°206C1423, 13 juill. 2006, *préc.* (dérogation accordée alors que l'ancien titulaire de contrôle perdait sa prédominance dans le nouveau concert).

¹³⁴⁴ J.-J. DAIGRE, « L'absence de modification de la situation économique des actionnaires minoritaires est au fondement de certaines dérogations à l'obligation de lancer une offre publique obligatoire », *Bull. Joly Soc* janv. 2000, p.74 et s., *spéc.* p.84.

¹³⁴⁵ O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées, op cit.*, n°421.

¹³⁴⁶ D. MARTIN, B. COURTEAULT, « Les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique sur une société cotée » *préc.*, p.83-84.

¹³⁴⁷ Notes on Dispensations from rules 9, *Takeover City code*.

sans que cela nuise d'ailleurs à l'attractivité de la place, la procédure n'ayant vocation à jouer que dans l'hypothèse où l'opération envisagée aboutirait à un changement de contrôle de la société. Dans une telle configuration, il reste évident que l'obtention d'une majorité de votes indépendants ne conditionnerait pas la réalisation de l'opération, toujours soumise aux règles traditionnelles de majorité, mais influencerait seulement sur l'obligation de déposer un projet d'offre. Synthèse faite de ces éléments, le nouvel article 234-9 du RG AMF pourrait prendre la forme suivante :

Art. 234-9 RG AMF : *Les cas dans lesquels l'AMF peut accorder une dérogation sont les suivants : [...]*

Dans les cas prévus aux 3° et 4°, si l'opération envisagée aboutit à opérer un changement de contrôle au sein de la société concernée, l'obtention de la dérogation est conditionnée à l'approbation de l'opération par la majorité des actionnaires indépendants¹³⁴⁸.

§2. Les excès du cadre juridique

417. Annonce. Si la réglementation des offres échoue parfois à réaliser les fins qui sont les siennes, il est des hypothèses où elle tombe dans l'excès inverse. Il arrive que certains dispositifs aillent au-delà de ce qui est nécessaire pour accomplir les buts qui leur sont assignés. Après avoir mis en lumière ses insuffisances, il convient désormais de révéler les excès du cadre juridique, et de tenter de les corriger pour offrir un droit plus équilibré aussi bien sur le terrain de la transparence (I), que celui de la protection des minoritaires (II).

I. Les excès de transparence

418. Le danger d'une transparence absolue. L'approche dynamique du principe de transparence a permis d'observer l'accroissement continu de la quantité d'informations délivrées dans le contexte d'une offre¹³⁴⁹. Pour autant, ce principe directeur n'a jamais été pensé comme absolu, la transparence intégrale du marché n'étant ni réalisable, ni souhaitable. Elle n'est pas réalisable, car comme la transparence, l'ombre est un phénomène naturel

¹³⁴⁸ À l'image du *Takeover City code*, une note de l'autorité de marché pourrait venir préciser les informations à fournir, la majorité requise, le quorum ainsi que les critères conditionnant la qualification d'actionnaire indépendant. Les précisions apportées par le Code Afep-Medef, (Afep-Medef, *Code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées*, 2022, §10.5) et l'Institut français des administrateurs (IFA, *L'administrateur indépendant, définitions et grille d'analyse*, 14 déc. 2006) constitueront de bonnes sources d'inspiration.

¹³⁴⁹ V. *supra* n°252 et s.

duquel la lumière ne peut être dissociée. Il faut donc préserver une certaine part de confidentialité¹³⁵⁰. Elle n'est pas souhaitable ensuite, car trop d'information mène à la désinformation et au rejet de l'information¹³⁵¹. Il convient alors de se méfier de la transparence absolue comme de toute idolâtrie¹³⁵². Bien que certains textes européens présentent la transparence intégrale comme un idéal à atteindre¹³⁵³, celle-ci a toujours été tempérée par une part de secret nécessaire à la vie des affaires¹³⁵⁴. La transparence n'est qu'un objectif au service d'une fin plus grande¹³⁵⁵. Elle ne doit pas être comprise comme un « principe omnipotent devant lequel toutes les autres règles plieraient »¹³⁵⁶.

419. Annonce. L'examen de la réglementation des offres révèle pourtant que certaines règles et positions jurisprudentielles sont excessives au regard des finalités que poursuit la transparence, à savoir anticiper les changements de contrôle et soutenir la prise de décision¹³⁵⁷. C'est le cas de l'actuelle définition de l'action de concert (A) et des solutions retenues concernant l'information des salariés avant le lancement d'une offre (B).

A. La définition du concert dans le contexte d'une offre

420. Fonction de l'action de concert. Sans revenir sur toutes les caractéristiques de l'action de concert, il faut rappeler que cette notion a été élaborée afin d'éviter qu'une personne puisse, en œuvrant secrètement avec d'autres, dissimuler ses agissements et éviter le jeu de certaines règles obligatoires¹³⁵⁸. Par l'agrégation qu'elle opère des participations de personnes juridiquement distinctes mais intellectuellement liées, l'action de concert sert directement l'impératif de transparence. En renvoyant à l'article L.233-10 du Code de commerce, siège de l'action de concert, l'article L.433-3 du Code monétaire et financier permet ainsi d'imposer le dépôt d'une offre à des actionnaires qui, individuellement,

¹³⁵⁰ Y. CHAPUT, « Exposé introductif. La transparence : clair-obscur juridique d'un concept économique », *préc.*, p.9 ; N. VIGNAL, *La transparence en droit privé des contrats*, *op cit.*, n°21 et s.

¹³⁵¹ D. SCHMIDT, « Transparence et marchés financiers et boursiers », *RJC* 1993, n° spéc., p.168 et s., *spéc.* p.169.

¹³⁵² J.-D. BREDIN, « Secret, transparence et démocratie », *Pouvoirs* avr. 2001, p.5 et s., *spéc.* p.14.

¹³⁵³ Le cinquième considérant du Règl. n°596/2014/UE du 16 avr. 2014 sur les abus de marché présente ainsi « la transparence intégrale » comme le préalable nécessaire aux négociations financières.

¹³⁵⁴ Pour une affirmation jurisprudentielle en ce sens v. CA Paris, n°2001/13985, 26 févr. 2002, *Adam c/ SCA Financière Pinault-Siret* ; *Bull. Joly Bourse* sept.-oct. 2002, p.457, note Th. Garnier ; *Rev. dr. banc. fin.* mai-juin 2002, p.146, note A. Couret ; *RTD Com.* 2002, p.510, note N. Rontchevsky ; *Banque et Droit* mars-avr. 2002, p.28, obs. H. De Vauplane et J.-J. Daigre ; conf. Cass. Com., n°02-14.053, 7 janv. 2004 ; *Banque et droit* mars-avr. 2004, p.36, obs. H. De Vauplane et J.-J. Daigre.

¹³⁵⁵ V. *supra* n°139.

¹³⁵⁶ A. VIANDIER, « L'arrêt Groupe Harwanne, légitimité des motifs et limite de la transparence », *Les Échos*, 18 mars 2002.

¹³⁵⁷ V. *supra* n°224 et s.

¹³⁵⁸ D. SCHMIDT, N. RONTCHEVSKY, « Action de concert », *préc.*, n°8.

détiennent moins de 30 % du capital d'une société cotée mais qui, du fait de la communauté qui les lie, sont titulaires d'une participation supérieure à ce seuil.

421. Définition de l'action de concert et obligation au dépôt d'une offre. L'article L.233-10 du Code de commerce, auquel se réfère l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier, offre une définition particulièrement large de l'action de concert. L'article dispose ainsi que « sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société ». Depuis la dernière retouche législative en date du 22 octobre 2010 et l'ajout de la conjonction « ou » entre les deux finalités de l'action de concert, la combinaison de cette disposition avec le Code monétaire et financier aboutit à ce qu'un concert de gestion puisse déclencher l'obligation de déposer une offre en cas de dépassement d'un des seuils générateurs de l'obligation de dépôt. La réglementation permet, au moins virtuellement, d'imposer à des personnes de déposer un projet d'offre alors qu'elles n'auraient conclu qu'un accord visant à mettre en œuvre une politique commune au sein de la société et n'auraient aucune volonté d'en prendre le contrôle¹³⁵⁹. Comme le remarquaient Messieurs Dominique Bompoin et Stéphane Torck : « potentiellement au moins, demain, une offre obligatoire pourrait être imposée à des actionnaires franchissant ensemble le seuil des 30 % du capital ou des droits de vote, ceci alors même que rien n'indique qu'ils aient entendu prendre le contrôle de la société, même si par ailleurs ils poursuivent un objectif commun, financier ou purement capitalistique »¹³⁶⁰.

422. Concert de gestion et offre obligatoire. Cette éventualité ne tarda pas à se concrétiser. Suspectant un concert non déclaré entre certains actionnaires de cette société, le secrétaire général de l'AMF décida d'ouvrir une enquête sur le marché du titre Riber à compter du 1^{er} janvier 2009. À l'issue de cette enquête, plusieurs griefs furent notifiés. L'un d'eux reprochait à des actionnaires de la société Riber d'avoir agi de concert pour franchir conjointement les seuils de 20 %, 25 % et 30 % du capital et des droits de vote de la société, sans procéder aux déclarations qui leur incombent ni déposer un projet d'offre pourtant obligatoire. Dans sa décision du 2 juin 2015, la Commission des sanctions décida de retenir l'existence d'un concert de gestion entre les actionnaires en caractérisant « un accord passé entre eux en vue de mettre en œuvre une politique commune durable vis-à-vis de Riber »¹³⁶¹. En conséquence, et alors même que le tribunal de commerce parallèlement saisi de l'affaire

¹³⁵⁹ D. MARTIN, « Les offres publiques et l'absence de concert européen », *Les Échos*, 18 févr. 2010.

¹³⁶⁰ D. BOMPOINT, S. TORCK, « Les offres publiques : perte de contrôle en vue », *Bull. Joly Bourse* févr. 2011, p.138 et s., *spéc.* p.147.

¹³⁶¹ AMF, Com. Sanct., SAN-2015-11, 2 juin 2015, *préc.*, p.26.

avait considéré que rien ne permettait de caractériser avec suffisamment de certitude le concert¹³⁶², la Commission condamna les concertistes à payer plusieurs amendes administratives pour ne pas avoir déclaré le franchissement des seuils et ne pas avoir déposé d'offre publique. On ne trouve pourtant dans la décision de sanction que peu de précisions quant au but de la politique mise en œuvre par les concertistes, si ce n'est la volonté de contester la politique suivie par le principal actionnaire de la société¹³⁶³. Cette décision, confirmée par la Cour d'appel de Paris¹³⁶⁴ et la Cour de cassation¹³⁶⁵, démontre que l'existence d'un simple concert de gestion peut suffire à fonder l'obligation de déposer une offre. Si la Commission des sanctions n'est pas allée jusqu'à enjoindre aux contrevenants de déposer une offre, injonction qui aurait pu être prononcée¹³⁶⁶, la solution retenue n'en demeure pas moins discutable au regard des objectifs poursuivis par la réglementation des offres. La conformité de cette solution au droit européen pose également question.

423. Risque de non-conformité au droit de l'Union. La directive OPA fait écho à l'action de concert pour déterminer le champ des personnes tenues au dépôt d'une offre obligatoire¹³⁶⁷. Elle ne conçoit cependant le concert qu'à travers l'idée de prise de contrôle. Pour la directive, ce n'est que lorsque l'action de concert vise à obtenir le contrôle ou à faire échouer une offre qu'elle déclenche l'obligation d'en déposer une¹³⁶⁸. La conception française de l'action de concert, qui regroupe aussi bien le concert de contrôle que le simple concert de gestion, heurte donc la logique européenne. Un auteur a d'ailleurs observé que la définition nationale pourrait aboutir à une condamnation de la France pour manquement au droit de l'Union¹³⁶⁹. Il semble cependant que la définition retenue par le législateur français n'est pas totalement incompatible avec le droit européen. La directive OPA, par l'harmonisation minimale qu'elle opère, autorise les États membres à prévoir des dispositions plus strictes que celles prévues par la directive¹³⁷⁰. En renvoyant à une définition

¹³⁶² TC Pontoise, n°2012F00159, 11 déc. 2012, *SA NG Investments et M. Raboutet Bernard*, p.12.

¹³⁶³ F. MARTIN LAPRADE, « Affaire Riber : rendez-vous devant la Cour de cassation ? », *Bull. Joly Bourse* juin 2016, p.247 et s., *spéc.* p.255 ; N. RONTCHEVSKY, « Pour une clarification de l'action de concert », *RTD Com.* 2019, p.445 et s., *spéc.* p.452 ; D. SCHMIDT, « Concertation entre actionnaires et action de concert », *Rev. Soc.* 2019, p.338, *spéc.* n°10 ; D. BOMPOINT, V. RAMONÉDA, « L'opposition est-elle forcément de concert ? », *Bull. Joly Soc.* avr. 2019, p.16, *spéc.* n°16 et s.

¹³⁶⁴ CA Paris, n°2015/12351, 31 mars 2016 ; *Bull. Joly Bourse* juin 2016, p.247, note F. Martin Laprade ; *RTDF* 2017/1, p.112, chron. D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas et M. Epelbaum.

¹³⁶⁵ Cass. Com., nos 16-14.727, 16-14.866 et 16-18.201, 9 janv. 2019, *Bull. Joly Bourse* mars 2019, p.39, note F. Martin Laprade ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2019, p.16, note D. Bompoin et V. Ramonéda ; *Rev. Soc.* 2019, p.338, note D. Schmidt ; *RTD Com.* 2019, p.445, obs. N. Rontchevsky.

¹³⁶⁶ V. *infra* n°912 et s.

¹³⁶⁷ Art. 5 1° Dir. 2004/25/CE, *préc.*

¹³⁶⁸ Art. 2 1° d) Dir. 2004/25/CE, *préc.*

¹³⁶⁹ D. MARTIN, « Les offres publiques et l'absence de concert européen », *préc.*

¹³⁷⁰ Art. 3 2° b) Dir. 2004/25/CE, *préc.*

du concert plus large, le législateur ne fait alors qu'utiliser l'option ouverte par le droit européen. La conception française n'est donc pas directement contraire à la directive. Elle est toutefois difficilement conciliable avec cette dernière. En effet, si le droit européen connaît aussi bien le concert de gestion que celui de contrôle, il circonscrit leur utilisation à leur domaine respectif : tandis que le concert de gestion, né de la directive transparence, est employé dans le cadre de la réglementation relative aux franchissements de seuil, le concert de contrôle, qui mêle l'impératif de transparence à celui de protection des minoritaires, est utilisé pour réglementer les offres publiques. Les deux types de concerts ne poursuivent pas les mêmes fins. Ils n'ont donc pas vocation à voir leur champ d'application se mélanger¹³⁷¹. Ces différences expliquent pourquoi l'ESMA est venue clarifier la notion d'action de concert dans le cadre de la directive OPA par un *public statement* du 12 novembre 2013¹³⁷². L'autorité européenne a précisé que dans ce contexte particulier, l'action de concert n'avait pas vocation à s'appliquer aux actionnaires qui ne cherchent pas à obtenir le contrôle de la société, mais entendent seulement coopérer sur diverses autres questions. Pour faire la part entre les formes de coopération susceptibles de tomber sous la qualification d'action de concert au sens de la directive OPA et les autres, le *public statement* dresse une liste blanche d'activités qui, en elles-mêmes, ne devraient pas mener à ce que des actionnaires soient regardés comme agissant de concert¹³⁷³. Conformément à cette liste, des actionnaires qui conduiraient une politique quelconque vis-à-vis d'une société sans avoir pour but de déterminer sa conduite sociale devraient avoir l'assurance d'échapper à la qualification de concert et se trouver à l'abri de l'obligation de déposer une offre. Le défaut de force contraignante du *public statement* et le caractère réfragable des présomptions qu'il pose l'empêchent cependant de constituer un instrument réellement utile pour la mise en œuvre de l'action de concert en droit des offres¹³⁷⁴.

La CJUE a néanmoins donné un certain poids à la vision élaborée par l'ESMA en rappelant que la directive OPA posait des exigences plus strictes que celles contenues dans la directive transparence. Dans un arrêt du 9 septembre 2021, la Cour de justice a souligné que la notion de concert n'était pas entendue de la même façon au sein des deux textes et qu'il fallait en conséquence distinguer le sens attaché à cette notion en fonction du champ

¹³⁷¹ D. BOMPOINT, V. RAMONÉDA, « L'opposition est-elle forcément de concert ? », *préc.*, n°22.

¹³⁷² ESMA, *Public statement containing information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover bid directive*, ESMA/2013/1642, 12 nov. 2013.

¹³⁷³ ESMA, *Public statement containing information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover bid directive*, *préc.* n°1.5.

¹³⁷⁴ O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, « Le *public statement* de l'Autorité européenne des marchés financiers relatif à l'action de concert. Un premier pas vers une clarification du droit des offres publiques obligatoires ? », *Rev. Soc.* 2015, p.7, *spéc.* n°12, n°24 et n°25.

juridique sollicité¹³⁷⁵. À partir de la distinction opérée par la Cour, un auteur a pu déduire que la caractérisation de l'action de concert dans le cadre d'une offre supposait désormais que « soit mise à jour l'existence d'une politique commune visant à obtenir le contrôle de la société »¹³⁷⁶. Par conséquent, caractériser un simple concert de gestion ne pourrait suffire à fonder l'obligation de déposer une offre.

424. Évolution nécessaire de la définition de l'action de concert. En embrassant une réalité qu'elle n'a pas vocation à appréhender, celle du concert de gestion, la réglementation française des offres publiques déborde de sa fonction élémentaire. Revenir à un juste équilibre implique de rétablir le lien initial entre action de concert, changement de contrôle et offre obligatoire¹³⁷⁷. Il conviendrait alors de distinguer le sens attaché à l'action de concert selon les conséquences que l'on entend lui faire produire. Lorsque la problématique concerne la déclaration d'un franchissement de seuil, constater que l'accord a pour finalité d'organiser une coopération entre actionnaires devrait être suffisant pour conclure à l'existence d'une action concertée. À l'inverse, lorsque l'enjeu porte sur le dépôt obligatoire d'une offre sur une société, la reconnaissance d'une action de concert devrait supposer que l'accord ait bien pour fin la prise de contrôle¹³⁷⁸. La réécriture des articles du Code de commerce et du Code monétaire et financier permettrait de remédier à l'actuelle confusion des genres.

425. Réécriture des articles L.433-3 du Code mon. fin. et L.233-10-1 du Code com. L'article L.233-10 du Code de commerce abrite en son sein le concert de gestion et le concert de contrôle. Les développements qui précèdent ont montré les conséquences dommageables liées au renvoi opéré par l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier. Pour corriger cet état des choses, deux options existent. Il serait d'abord possible de réviser directement la lettre de l'article L.233-10 pour supprimer la référence relative à la mise en œuvre d'une « politique commune », et ne conserver que la seconde qui fait écho à la volonté de prise de contrôle. Parfois suggérée¹³⁷⁹, cette modification aurait néanmoins un inconvénient majeur. Amputé d'une partie de sa définition, l'article L.233-10 du Code de commerce, siège général

¹³⁷⁵ CJUE, C-605/18, 9 sept. 2021, *Adler Real Estate AG, Petrus Advisers LLP*, n°34 à n°36; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2022, comm. 39, note Th. Bonneau ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2022, p.48, note S. Torck.

¹³⁷⁶ S. TORCK, « Désignation de l'autorité compétente pour sanctionner le défaut de dépôt d'une offre publique : la CJUE consacre la distinction entre concert de contrôle et concert de gestion », *Bull. Joly Bourse* janv. 2022, p.48, spéc. n°24.

¹³⁷⁷ D. SCHMIDT, « La clarification de l'articulation entre la coopération des investisseurs sur les questions de gouvernance d'entreprise et la notion d'action « concertée » », *Rev. Soc.* 2013, p.405, spéc. n°3.

¹³⁷⁸ C. BAJ, « Action de concert et dépôt d'une offre publique obligatoire : réflexions à la lumière de l'affaire Gecina », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2008, doss. 28, spéc. n°33 ; Th. BONNEAU, « Retour sur les définitions françaises et européennes de l'action de concert », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, Dalloz, 2012, p.59, spéc. n°10.

¹³⁷⁹ Ch. GOYET, « Action de concert », *ét. Joly*, Lextenso 2021, note 137. Pour des propositions alternatives v. Ch. GOYET, « À propos des définitions de l'action de concert. Modeste proposition pour dissiper une double méprise », *RTDF* 2022/4, p.8, spéc. n°9.

de l'action de concert, risquerait de nuire à l'effectivité des autres dispositifs qui reposent sur une interprétation large de l'action de concert. Plutôt que de modifier la lettre de cet article, il serait envisageable de changer la disposition à laquelle renvoie l'article L.433-3 du Code monétaire et financier. Au lieu de faire écho à l'article L.233-10 du Code de commerce, l'article L.433-3 I pourrait faire référence à l'article L.233-10-1 du même code, qui pose une définition spécifique du concert en période d'offre¹³⁸⁰. Une telle retouche de l'article L.433-3 du Code monétaire et financier impliquerait de réviser aussi les articles du RG AMF qui régissent le dépôt obligatoire d'une offre afin qu'ils se rapportent seulement au concert de contrôle visé à l'article L.233-10-1 du Code de commerce. Si une référence à cette disposition venait se substituer à celle faite à l'article L.233-10, cela supposerait enfin de retoucher la définition du concert retenue au sein de l'article L.233-10-1, celle-ci étant trop restrictive puisqu'elle subordonne son application à l'existence préalable d'une offre et fait référence par deux fois à l'auteur d'une offre. Si ce choix était fait, la rédaction de l'article L.233-10-1 du Code de commerce auquel renverrait l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier pourrait être la suivante :

Art. L.233-10-1 Code com. : *Pour l'application des règles relatives aux offres publiques d'acquisition, sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord visant à obtenir le contrôle d'une société. Sont également considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord afin de faire échouer une offre dont une société fait l'objet.*

Au-delà du rééquilibrage immédiat qu'entraînerait la réécriture de cet article, le nouveau renvoi opéré par l'article L.433-3 du Code monétaire et financier corrigerait également une malfaçon législative qui résulte de la transposition de la directive OPA. En vertu de l'article 5 de la directive et de sa combinaison avec la définition de l'action de concert retenue à l'article 1^{er}, le texte européen exige que des personnes qui agiraient de concert pour faire échouer une offre déposée sur une société, et qui viendraient à détenir un nombre de titres leur conférant le contrôle de cette même société, soient tenues de lancer une offre. Cette exigence européenne, dont le caractère impératif ne saurait être discuté, est restée sans portée en droit français¹³⁸¹. Lors de la transposition de la directive, la définition du concert retenue par le texte européen fut localisée dans un nouvel article, distinct de l'article 233-10 du Code de

¹³⁸⁰ La doctrine a déjà pu proposer une telle modification du dispositif législatif, v. D. BOMPOINT, V. RAMONÉDA, « L'opposition est-elle forcément de concert ? », *préc.* n°23.

¹³⁸¹ Cela s'expliquerait par les enjeux politiques liés à l'introduction de cette mesure, qui aurait réduit les moyens de défense dont disposent les sociétés françaises contre les assaillants étrangers (J.-F. BIARD, « Vers une nouvelle réforme des offres publiques : quels en sont les enjeux ? Quelle en est la portée ? », *préc.*, p.43). Ces problèmes ne sont pourtant pas seulement politiques. Sur le terrain du droit, la transposition partielle de la directive pourrait aboutir à une action en manquement contre de la France.

commerce, qui est pourtant le seul auquel l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier renvoie. La loi de transposition vida alors de toute substance l'exigence européenne¹³⁸². Réécrire l'article L.233-10-1 du Code de commerce tout en modifiant l'article L.433-3 du Code monétaire et financier permettrait donc de combattre un des excès de la réglementation tout en corrigeant un de ses écueils. Enfin, la retouche opérée ne ferait pas obstacle à ce que l'autorité de marché continue à caractériser un concert de gestion lorsqu'un tel concert existe dans le contexte d'une offre¹³⁸³. Elle empêchera simplement que les actionnaires qui participent à un concert de gestion puissent être tenus de déposer une offre.

B. L'information des salariés avant le lancement d'une offre

426. Droit spécial de l'information des salariés. L'information délivrée aux instances représentatives du personnel dans le contexte d'une offre a fait l'objet d'une présentation détaillée en doctrine¹³⁸⁴. Un temps appréhendé par le droit commun¹³⁸⁵, un dispositif spécial régit désormais l'information à fournir dans le cadre d'opérations sur capital. L'information à délivrer dans le contexte des offres publiques fait ainsi figure de mécanisme d'exception en ce qu'il s'est progressivement détaché du droit commun et des attributions générales dont bénéficient les organes de représentation du personnel¹³⁸⁶. Cette relation principe/exception est exprimée à deux reprises au sein du Code du travail. Elle figure d'abord à l'article L.2312-14, qui énonce que les décisions de l'employeur sont précédées de la consultation du Comité social et économique (« CSE ») sauf avant le lancement d'une offre publique. Elle est ensuite énoncée à l'article L.2312-49, qui précise de nouveau que « l'employeur qui lance une OPA portant sur le capital d'une entreprise n'est pas tenu de consulter le CSE avant ce lancement ». Par dérogation au principe selon lequel la consultation précède l'action, la procédure à l'égard des représentants du personnel ne commence, exceptionnellement, qu'une fois le projet d'offre publique déposé¹³⁸⁷.

¹³⁸² C. BAJ, « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage. L'action de concert dans l'affaire Eiffage : les questions restées dans l'ombre » *préc.*, n°21.

¹³⁸³ Pour une illustration, v. AMF, Com. Sanct, SAN-2022-09, 11 juill. 2022, *préc.*, n°45 et s. Sur la compatibilité de ce raisonnement avec la jurisprudence européenne v. O. De BAILLIENCOURT, « L'entente pour faire obstacle à un projet de retrait obligatoire : une action de concert au sens des obligations de déclaration de franchissement de seuil ? », *Dr. Soc.* oct. 2022, comm. 109, *spéc.* p.28.

¹³⁸⁴ J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE et alii, *Lamy droit du financement, op cit.*, n°2205 ; Ph. LANGLOIS « Droit boursier et droit du travail », in *Les offres publiques d'achat, op cit.*, p.153 ; A. TEISSIER, « Prise de participation suivie d'une OPA = projet global ? » *Bull. Joly Travail* nov. 2020, p.22.

¹³⁸⁵ Cass. Crim., n°76-92.008, 2 mars 1978.

¹³⁸⁶ S. RANC, « Droit du travail et sociétés cotées » *RJS* 2021/6, p.19, *spéc.* n°18.

¹³⁸⁷ A. TEISSIER, « Prise de participation suivie d'une OPA = projet global ? » *préc.*, p.23.

Cette dérogation au droit commun de l'information s'explique par la confidentialité nécessaire à la correcte préparation d'une opération financière d'envergure. Elle est pourtant largement remise en cause depuis l'offre publique de Veolia sur les titres de Suez.

427. L'affaire Veolia-Suez et le renfort du droit commun de l'information. L'offre de la société Veolia sur la société Suez, couronnée de succès après une importante bataille judiciaire, a donné lieu au contentieux le plus important de ces dix dernières années en matière d'offres publiques. Si la plupart des questions rencontrées étaient relatives aux principes généraux des offres et feront à ce titre l'objet d'une étude approfondie¹³⁸⁸, les juridictions eurent aussi à trancher une interrogation relative à la transparence et à l'information des salariés. La problématique est née à la suite d'un communiqué en date du 30 août 2020, par lequel Veolia annonçait avoir remis à Engie une offre ferme pour l'acquisition de 29,9 % des parts du capital du groupe Suez, et précisait qu'en cas d'acquisition effective de ces titres, la société Veolia entendait déposer une offre volontaire sur le solde du capital de Suez¹³⁸⁹. En réaction à cette communication, les CSE des sociétés Suez prirent acte que le projet global annoncé entrait dans le champ des dispositions de l'article L.2312-8 du Code du travail et exigèrent qu'une procédure d'information/consultation relative au projet de rapprochement soit déclenchée. Pour prévenir tout dommage imminent susceptible de découler de la réalisation de l'opération sans consultation préalable des salariés de Suez, les représentants des salariés assignèrent en référé les sociétés Suez, Suez Groupe, Suez Eau France, SA Engie et Veolia Environnement devant le Tribunal judiciaire de Paris afin de voir ordonner la suspension de toute opération conduisant au rapprochement des groupes Suez et Veolia. Réfutant l'interprétation des salariés de Suez, la société Veolia estimait au contraire que l'opération en cause s'analysait simplement comme l'annonce éventuelle d'une offre publique. L'opération ne pouvait donc pas être soumise à une procédure d'information consultation puisqu'une procédure spécifique existait en matière d'offre publique et que, par dérogation au droit commun, celle-ci n'exigeait d'informer les salariés qu'une fois le projet d'offre déposé.

428. Par une ordonnance de référé en date du 9 octobre 2020, le Tribunal judiciaire de Paris, convaincu par l'argumentaire des salariés de Suez, prononça la suspension de l'opération jusqu'à l'information des CSE concernés¹³⁹⁰. La Cour d'appel de Paris confirma cette décision le 19 novembre 2020, en considérant que l'existence d'un texte relatif à la

¹³⁸⁸ V. *infra* n°539, n°540, n°707, n°708 et n°792.

¹³⁸⁹ Veolia, « Veolia propose d'acquérir 29,9 % de Suez auprès d'Engie, en vue de créer le grand champion mondial français de la transformation écologique », 30 août 2020.

¹³⁹⁰ TJ Paris, n°20156077, 9 oct. 2020 ; *Bull. Joly Travail* nov. 2020, p.22, note A. Teissier.

procédure d'offre n'était pas un obstacle à l'application des textes issus du droit commun de l'information des salariés. La cour d'appel estima en conséquence que « l'abstention par Veolia et Engie de fournir à Suez les informations nécessaires pour permettre à ses instances représentatives du personnel de rendre un avis sur le projet de cession de 29,9 % des parts détenues dans le capital de Suez et par suite, l'absence d'information et de consultation des comités sociaux et économiques sur ce projet constitu[ait] un trouble manifestement illicite »¹³⁹¹.

429. Appelée à statuer au fond, le Tribunal judiciaire de Nanterre, dans un jugement en date du 3 février 2021, considéra au contraire qu'il n'y avait pas lieu d'informer les CSE à ce stade¹³⁹². Pour retenir cette solution, les juges prirent appui sur le droit commun de l'information et spécialement sur les articles L.2312-8, L.2312-14 et L.2312-15 du Code du travail desquels ils déduisirent que le débiteur de l'obligation de consultation du CSE devait disposer du pouvoir d'amender le projet soumis à la consultation. Le tribunal observa qu'au moment où il statuait, Suez comme Veolia ne disposaient pas de cette prérogative et ne pouvaient donc être tenus d'informer les CSE concernés.

430. Dans un arrêt du 15 avril 2021, la Cour d'appel de Versailles opta pour une lecture différente des textes, et estima que la procédure d'information-consultation devait être mise en œuvre dès lors qu'était survenu un événement susceptible d'avoir un impact sur l'organisation, la gestion ou la marche générale de l'entreprise, peu important que cet événement soit le fait des organes dirigeant l'entreprise ou d'un tiers, ou qu'il ne constitue qu'une prise de participation minoritaire¹³⁹³. Considérant que l'opération envisagée constituait un projet suffisamment déterminé pour avoir une incidence sur l'organisation économique et juridique de Suez, la cour décida que les sociétés Veolia et Engie avaient à fournir à Suez un certain nombre de données sur l'opération afin que cette société puisse assurer l'information consultation de ses CSE. Si les conséquences pratiques de cette solution sont maigres, Veolia ayant transmis à Suez les éléments utiles pour l'information des salariés avant que la cour d'appel n'ait à statuer sur l'obligation de les communiquer, sa portée est néanmoins considérable. La solution illustre en effet le basculement du droit spécial de l'information vers le droit commun¹³⁹⁴.

¹³⁹¹ CA Paris, n°20/06549, 19 nov. 2020 ; *Bull. Joly Travail* déc. 2020, p.30, note J. Icard ; *JCP S* 2020, 3120, note F. Duquesne ; *Rev. dr. banc. fin.* nov. 2020, repère 6, note H. Le Nabasque.

¹³⁹² TJ Nanterre, n°20/09953, 3 févr. 2021.

¹³⁹³ CA Versailles, n°21/00378, 15 avr. 2021.

¹³⁹⁴ J. ICARD, « OPA, le droit commun de la consultation au secours des CSE », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2021, doss. 24, *spéc.* n°6.

431. Critiques des solutions jurisprudentielles retenues. Les solutions rendues en référé et par la Cour d'appel de Versailles s'inscrivent dans le mouvement général qui tend à instaurer un niveau plus important de transparence sur le marché à l'approche d'une offre publique. Elles s'avèrent néanmoins excessives au regard de l'objectif poursuivi. En mobilisant le droit commun de la consultation au secours des CSE, les solutions n'ont pas seulement abouti à contredire l'adage *specialia generalibus derogant*¹³⁹⁵. Elles ont aussi rompu le fragile équilibre existant entre la confidentialité nécessaire à la préparation des offres et la correcte information des salariés. Plus encore, elles ont créé, pour l'avenir, un effet d'aubaine au bénéfice des sociétés visées par une éventuelle offre publique.

Ces solutions contredisent l'évolution générale des rapports entre information des salariés et discrétion nécessaire à l'élaboration d'une offre. Dans le contexte des offres, le droit commun de la consultation, sur lequel les droits à l'information des salariés se sont développés, a fini par céder sa place à un droit spécial adapté aux impératifs de confidentialité. Par exception au droit commun qui pose un principe de consultation *ex ante* des représentants des salariés, le droit spécial des offres n'impose cette obligation *qu'ex post*, une fois le projet d'offre finalisé et déposé devant l'autorité de marché. Les positions récentes des juges judiciaires, en ce qu'elles inversent le calendrier de l'information, sont donc audacieuses¹³⁹⁶. Il y a d'ailleurs fort à parier que ces positions ne produisent pas l'effet escompté. Confrontés aux dangers de devoir informer les institutions représentatives du personnel d'une société dès avant le dépôt de leurs offres et d'être exposés à la menace d'une suspension judiciaire de leurs opérations, les futurs initiateurs auront tout intérêt à ne pas faire connaître leurs intentions, même conditionnelles, avant le lancement officiel des offres¹³⁹⁷. Sous prétexte de mieux assurer la transparence, ces positions jurisprudentielles risquent donc d'inciter les acteurs à ne pas participer à l'information continue du marché.

Cette inversion du calendrier de l'information crée en outre un effet d'aubaine au bénéfice des sociétés visées par un éventuel projet d'offre. La solution retenue aboutit en effet à enjoindre à tout acteur qui envisage de déposer une offre, débiteur réel de

¹³⁹⁵ En vertu de cet adage, lorsqu'une règle spéciale et une règle commune sont incompatibles et ont une vocation concurrente à s'appliquer à une même situation, le spécial doit primer sur le général. En l'espèce, si la Cour d'appel de Versailles relève qu'aucun texte n'interdit à l'employeur d'une société éventuellement visée par une offre d'opérer une consultation de son CSE si les conditions requises pour ce faire sont remplies, l'exclusion opérée par l'article L.2312-49 et l'existence au sein du Code du travail d'un sous paragraphe relatif à l'information dans le contexte d'une offre impliquaient d'écarter le droit commun de l'information. L'argument est toutefois de faible portée, l'adage *specialia generalibus derogant* étant doté d'une valeur normative très incertaine en droit positif (C. GOLDIE-GÉNICON, « Droit commun et droit spécial », *Revue de droit d'Assas* févr. 2013, p.29, *spéc.* n°7-8 ; Adde L. LUCIENNE, *Specialia generalibus derogant*, préf. F. Leduc, Mare & Martin, 2023, n°139 et s.).

¹³⁹⁶ D. SCHMIDT, « Les défenses de Suez contre l'OPA de Veolia », *RTDF* 2021/1, p.3, *spéc.* n°33-34.

¹³⁹⁷ D. SCHMIDT, « Les défenses de Suez contre l'OPA Veolia », *préc.*, n°48.

l'information, de communiquer certaines données à la société éventuellement visée, débitrice matérielle de l'information, pour qu'elles soient ensuite transmises aux représentants du personnel de cette société. Dans cette configuration, la société susceptible de faire l'objet d'une offre fait donc office de relais et transmet l'information aux représentants des salariés. En sa qualité de débitrice par ricochet, cette société pourrait donc décider de retarder la communication des informations déjà transmises par le futur offrant, ce qui suspendrait l'opération jusqu'à la consultation effective des représentants des salariés. La position retenue en jurisprudence offre donc un instrument de défense particulièrement efficace aux sociétés cibles avant même le dépôt officiel d'une offre. Détourné de sa fonction première, le droit commun de la consultation des salariés pourrait alors devenir un commode instrument de blocage des offres. Cette situation a été évitée hier, Veolia ayant pris l'initiative d'informer directement les CSE concernés. Elle pourrait toutefois se rencontrer demain en présence d'une nouvelle tentative de rapprochement non désirée.

432. Évolution souhaitable. L'excès de transparence ici relevé ne découle pas de la lettre des textes, mais de leur application contentieuse. Aussi, est-il possible de former le vœu que la solution retenue ne soit pas reconduite. Le fait que les juridictions aient par trois fois tranché en faveur de la consultation des représentants de Suez laisse toutefois craindre que cette position soit répétée à l'avenir, d'autant que la Cour de cassation y semble favorable en ce qu'elle a pu reconnaître un droit à la consultation des représentants du personnel d'une filiale là où le droit spécial des offres publiques l'excluait¹³⁹⁸. Dans ce cas, seule une réforme législative permettrait de dépasser ces positions jurisprudentielles. L'intégration d'un alinéa supplémentaire à l'article L.2312-42 du Code du travail suffirait à corriger l'équation. La rédaction de l'article pourrait être la suivante :

¹³⁹⁸ Dans un arrêt Gemalto en date du 19 décembre 2018, la Cour de cassation a estimé que le droit des offres publiques n'imposait pas d'informer les instances représentatives du personnel d'une filiale de la société visée par une offre. Sur le fondement du droit commun, la Cour considéra néanmoins qu'une procédure d'information-consultation restait requise au niveau de la filiale dès lors que l'offre intéressait l'organisation, la gestion et la marche générale de l'entreprise (Cass. Soc., n°18-14.520, 19 déc. 2018 ; *JCP S* 2019, 1066, note A. Tissier ; *JCP E* 2019, 1116, note C. Merle et A. Vivant ; *Bull. Joly Trav.* févr. 2019, p.21, note G. Auzéro ; *Bull. Joly Bourse* mai 2019, p.44, note D. Bompoin et V. Ramonéda ; *Jur. Lamy Social* 25 mars 2019, n°472-5, p.16, note H. Nassom-Tissandier).

Art. L.2312-42 Code trav. : *Lors du dépôt d'une offre publique d'acquisition, l'employeur de l'entreprise sur laquelle porte l'offre et l'employeur qui est l'auteur de cette offre réunissent immédiatement leur comité social et économique respectif pour les en informer.*

Avant le dépôt de l'offre et par exception à l'article L.2312-8, la consultation du comité social et économique de l'entreprise éventuellement visée par une offre future n'est pas exigée. [...]

II. Les excès de protection

433. Annonce. À l'instar d'une transparence absolue, une protection sans commune mesure n'est pas enviable. Le bon fonctionnement du système financier exige de ne pas encombrer la loi de mécanismes protecteurs dont on peine à justifier l'existence. Or, si l'immense majorité des dispositions régissant les offres répondent à un réel besoin de protection, certaines dépassent le nécessaire et devraient être retouchées. Les hypothèses de non-lieu au dépôt d'une offre pourraient ainsi être élargies (**A**), et l'encadrement des seuils de renonciation à l'offre, assoupli (**B**).

A. L'élargissement des hypothèses de non-lieu au dépôt d'une offre

434. Logique des hypothèses de non-lieu. Les cas dans lesquels le franchissement des seuils prévus par la réglementation des offres ne donne pas lieu au dépôt obligatoire d'une offre figurent à l'article 234-7 du RG AMF. Les hypothèses visées évitent le dépôt mécanique d'une offre lorsque le franchissement d'un seuil fatidique s'avère sans incidence sur le contrôle d'une société et la situation des minoritaires. Le dispositif permet ainsi à l'AMF de constater qu'il n'y a pas matière à déposer d'offre lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 du RG AMF sont franchis par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert avec l'actionnaire majoritaire de la société, à condition que celui-ci demeure prédominant¹³⁹⁹, ou avec un actionnaire détenant entre 30 % et la majorité du capital ou des droits de vote de la société, à la double condition cette fois que ce dernier conserve une participation plus élevée et que la mise en concert n'entraîne pas le franchissement des seuils visés aux deux articles précités¹⁴⁰⁰.

¹³⁹⁹ Art. 234-7 1° RG AMF.

¹⁴⁰⁰ Art. 234-7 2° RG AMF.

435. Situations omises par le droit positif. Malgré la diversité des situations qu'elle embrasse, la rédaction actuelle de l'article 234-7 du RG AMF n'est pas entièrement satisfaisante. En effet, la disposition ne mentionne pas certaines hypothèses de mise en concert qui n'exercent aucune influence sur le contrôle de la société et dans lesquelles donc, le dépôt d'une offre ne devrait pas s'imposer. Dès lors, et sauf à vouloir offrir une protection excessive aux actionnaires minoritaires, la lettre de l'article 234-7 du RG AMF mériteraient d'être modifiée afin d'accueillir ces situations oubliées. En pratique, l'autorité de marché a d'ailleurs rencontré ces hypothèses à plusieurs reprises et s'est fondée sur l'article 234-7 du RG AMF pour constater qu'il n'y avait pas matière à déposer une offre. Pourtant, et de quelque façon qu'on en tourne la lettre, cette disposition ne pouvait couvrir les hypothèses concernées.

436. Illustrations. Les premières limites de l'article 234-7 du RG AMF sont apparues à l'occasion des changements intervenus à la fin de l'année 2008 au sein du concert de contrôle de la société Thalès. À l'origine, le secteur public détenait 38 % des droits de vote de Thalès et agissait de concert avec la société Alcatel, qui détenait elle-même 20 % des droits de vote de Thalès. Souhaitant se substituer à la société Alcatel dans le concert et acquérir sa participation sans avoir à déposer d'offre publique pour autant, le groupe Dassault sollicita l'application de l'article 234-7 du RG AMF. Pour constater qu'il n'y avait effectivement pas lieu au dépôt d'une offre, l'AMF releva que le secteur public demeurait prédominant au sein du nouveau concert et conservait la majorité des droits de vote de Thalès¹⁴⁰¹. À la réflexion pourtant, la situation soumise à l'AMF ne relevait d'aucune des hypothèses visées à l'article 234-7. Le premier cas envisagé par l'article ne pouvait trouver à s'appliquer, faute pour le secteur public de faire figure d'actionnaire majoritaire. La seconde hypothèse visée par l'article était tout aussi inapte à couvrir cette situation : l'évolution de la participation de l'État, passant de 38 % à 41 % des droits de vote, excédait l'acquisition maximale autorisée par l'article 234-5 du RG AMF et aurait donc dû aboutir au dépôt d'une offre. L'AMF reconnut d'ailleurs la singularité de la solution, avouant qu'elle constituait une « application nouvelle » de l'article 234-7¹⁴⁰².

Les insuffisances de l'article 234-7 du RG AMF ont également été révélées à l'occasion de la modification du concert de contrôle de la société Direct Energie¹⁴⁰³. Cette fois, l'autorité de marché était appelée à se prononcer sur les conséquences d'un potentiel changement au

¹⁴⁰¹ AMF, déc. 208C2115, 27 nov. 2008, *Thalès*.

¹⁴⁰² AMF, *Rapport annuel 2008*, p.125.

¹⁴⁰³ AMF, déc. n°214C0830, 20 mai 2014, *Direct Energie*.

sein du concert existant entre les sociétés François Premier Energie (« FPE »), Impala et EBM Trirhena AG (« EBM »). La répartition initiale des participations au sein du concert était la suivante : Impala détenait 31,08 % des droits de vote de la société Direct Energie, FPE 30 % et EBM seulement 10 %. Telle que projetée, l'évolution du concert aboutissait à transmettre la participation d'Impala à une autre société, AMS Industries, et à maintenir les autres concertistes à leur niveau de participation de départ. Le projet était ainsi de substituer la société AMS à FPE sans modifier pour autant l'équilibre existant au sein du concert. Au vu de ces circonstances, l'AMF considéra qu'aucune offre ne devait être déposée. De nouveau pourtant, l'article 234-7 du RG AMF ne pouvait s'appliquer au cas d'espèce. L'absence d'actionnaires prédominants au sein du concert, situation d'ailleurs relevée dans la décision¹⁴⁰⁴, empêchait de recourir au 1° de l'article. De la même façon, le franchissement à la hausse du seuil de 30 % par le demandeur interdisait de s'appuyer sur le 2°.

Une situation semblable s'est encore présentée dans une décision relative à la société SRP Groupe¹⁴⁰⁵. En l'espèce, la société Conforama, actionnaire minoritaire qui agissait de concert avec les actionnaires fondateurs de la société SRP Groupe, souhaitait céder sa participation à la société Carrefour. Les parties au concert envisageaient alors de substituer Carrefour à Conforama tout en maintenant la prédominance des fondateurs au sein du concert. De nouveau, l'AMF considéra que cette substitution entraînait dans le champ de l'article 234-7 du RG AMF. En l'espèce pourtant, les fondateurs ne détenaient pas la majorité du capital, ce qui empêchait le jeu de l'article 234-7 1° du RG AMF. Le montage aboutissait en outre à faire franchir au concert, à la baisse puis à la hausse, le seuil de 30 % du capital et celui de l'excès de vitesse d'acquisition, excluant du même coup l'éventuel bénéfice de l'article 234-7 2° du RG AMF. Les commentateurs de la solution ont d'ailleurs souligné le caractère « acrobatique » du raisonnement suivi¹⁴⁰⁶ et sa conséquence : la création d'un nouveau cas de dérogation non prévu dans les termes actuels du Règlement général¹⁴⁰⁷.

La pratique décisionnelle de l'autorité ne saurait être jugée satisfaisante. Elle ne peut l'être parce que le principe de légalité commande que les aménagements à l'obligation de déposer une offre, même lorsqu'ils se justifient, résultent clairement des textes qui

¹⁴⁰⁴ AMF, déc. n°214C0830, 20 mai 2014, *préc.* : « que le concert susvisé est actuellement majoritaire au capital de Direct Energie, sans qu'aucune des trois parties dudit concert ne soit prédominante ».

¹⁴⁰⁵ AMF, déc. n°218C0201, 23 janv. 2018, *SRP Groupe* ; *RTD Com.* 2018, p.420, note N. Rontchevsky ; *Dr. Soc.* mai 2018, comm. 89, note R. Vabres ; *Bull. Joly Soc.* mars 2018, p.110, note A. Gaudemet.

¹⁴⁰⁶ N. RONTCHEVSKY, « Offres publiques d'acquisition : non-lieu à dépôt d'un projet d'offre publique en cas de mise en concert ou de substitution au sein d'un concert dès lors que le contrôle de la société cotée n'est pas modifié », *RTD Com.* 2018, p.420 et s., *spéc.* p.424.

¹⁴⁰⁷ A. GAUDEMET, « Substitution au sein d'un concert majoritaire et non-lieu à dépôt d'un projet d'offre publique : une réécriture de l'article 234-7 du RG AMF s'impose », *Bull. Joly Soc.* mars 2018, p.110 et s., *spéc.* p.111.

gouvernent la matière. En allant au-delà de la lettre de son Règlement général, l'autorité ne permet pas aux opérateurs d'être assurés de pouvoir systématiquement bénéficier de cette faveur *contra legem*.

437. Réécriture envisageable de l'article 234-7 RG AMF. Une réécriture de l'article 234-7 est souhaitable afin d'intégrer l'hypothèse d'une mise en concert par substitution d'une partie au concert. Déjà proposée en doctrine¹⁴⁰⁸, cette retouche assurerait qu'une offre obligatoire ne soit jamais imposée lorsqu'aucun changement de contrôle n'a véritablement lieu et que la protection des minoritaires ne se justifie pas. L'ajout de cette hypothèse de non-lieu pourrait également être l'occasion de retoucher à la marge le 2° de l'article 234-7 du RG AMF afin d'y corriger une erreur de formule. En effet, contrairement au 1° de l'article, qui se réfère à la notion de « prédominance », le 2° fait écho au « niveau de participation » de l'actionnaire de contrôle. Cette expression est pourtant malheureuse : elle déconnecte la lettre du texte de son objectif. En effet, suivre le critère du niveau de participation en lieu et place de celui relatif à la prédominance de l'actionnaire pourrait mener l'AMF à rendre une décision de non-lieu au dépôt d'une offre alors qu'un changement de contrôle advient¹⁴⁰⁹. Cette situation, que le dernier paragraphe de l'article 234-7 du RG AMF ne permet pas de couvrir puisqu'il conditionne le maintien de la dérogation à la pérennité de « l'équilibre des participations respectives »¹⁴¹⁰, peut être corrigée en substituant la notion de « prédominance » à celle de « participation ». Afin de prendre en compte ces remarques et compléter les hypothèses de non-lieu au dépôt d'une offre, l'article 234-7 du RG AMF pourrait être retouché de la façon suivante :

¹⁴⁰⁸ A. GAUDEMET, « Substitution au sein d'un concert majoritaire et non-lieu à dépôt d'un projet d'offre publique : une réécriture de l'article 234-7 du RG AMF s'impose », *préc.*, p.111.

¹⁴⁰⁹ Dans sa rédaction actuelle, l'article 234-7 2° permet de rendre une décision de non-lieu au dépôt d'une offre en présence d'un pacte de concert conclu entre le nouveau détenteur de 1 % des droits de vote d'une société cotée et un actionnaire qui en détenait déjà plus de 30 % alors même que, dans les faits, le pacte permettrait au premier de prendre seul l'ensemble des décisions relatives à la gestion de la société.

¹⁴¹⁰ À moins de considérer que cette participation doit s'apprécier à la fois sur le plan quantitatif et qualitatif. Cette interprétation, qui permet de prendre en compte la répartition des prérogatives au sein du pacte de concert, est parfois retenue par l'autorité de marché (AMF, déc. n°206C1423, 13 juill. 2006, *préc.*). Elle n'est toutefois pas systématique.

Art. 234-7 RG AMF : *L'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert : [...]*

2° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seuls ou de concert, entre 30 % et la moitié du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci demeurent prédominants, et qu'à l'occasion de cette mise en concert ils ne franchissent pas l'un des seuils visés aux articles 234-2 et 234-5.

L'AMF peut également constater qu'il n'y a pas matière à déposer une offre lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui entendent se substituer à un ou plusieurs actionnaires au sein d'un concert qui contrôle déjà la société, à condition que cette substitution ne concerne pas l'actionnaire prédominant et n'affecte pas l'équilibre existant au sein du concert. [...]

Dans tous les cas susvisés, tant que l'équilibre au sein du concert n'est pas significativement modifié par référence à la situation constatée lors de la déclaration initiale, il n'y a pas lieu de déposer un projet d'offre publique.

B. L'assouplissement du régime du seuil de renonciation à l'offre

438. Faculté de renonciation à l'offre. À la différence des offres obligatoires, dont le succès ne peut être conditionné à la présentation d'un nombre de titres supérieur au seuil fixé par l'article L.433-1-2 I du Code monétaire et financier, l'initiateur d'une offre volontaire peut assortir celle-ci d'un seuil de renonciation. Sur le fondement de l'article 231-9 II du RG AMF, l'initiateur d'une offre volontaire peut ainsi prévoir une condition d'obtention d'un certain niveau de participation en deçà duquel il se réserve la faculté de renoncer à son offre. L'interdit et la liberté se comprennent. Permettre à l'initiateur tenu de déposer une offre d'introduire un seuil de renonciation qu'il sait inatteignable aboutirait à anéantir le caractère obligatoire de son offre. À l'inverse, admettre l'insertion d'un seuil de renonciation dans le contexte d'une offre volontaire n'apparaît pas déraisonnable : l'initiateur ayant spontanément choisi de déposer une offre, il est cohérent de le laisser déterminer le niveau de contrôle minimal qu'il souhaite obtenir.

439. Réticence de l'AMF face aux seuils de renonciation élevés. Si le Règlement général ne fixe aucune limite au niveau du seuil de renonciation stipulé en présence d'une offre volontaire, l'AMF se refuse à accorder aux initiateurs une entière liberté en la matière. L'autorité s'est ainsi toujours montrée rétive aux schémas permettant à l'initiateur d'une offre de se prémunir contre le risque de ne pas atteindre les seuils de 90 % ou 95 % du capital ou des droits de vote de la cible. Elle considère que le seuil de renonciation stipulé dans le cadre

d'une offre volontaire ne saurait excéder celui des deux tiers du capital ou des droits de vote¹⁴¹¹.

440. Critique de cette réticence. Il est difficile de justifier la position de l'autorité de marché, la référence au deux tiers du capital ne figurant dans aucun texte et contrastant très largement avec la liberté affichée à l'article 231-9 II du RG AMF. En pratique, les initiateurs intègrent cette contrainte en prévoyant des réductions de prix en cas de non-obtention du seuil de 90 % et, inversement, des suppléments de prix lorsque ce seuil s'avère atteint¹⁴¹². Cette situation n'est pourtant pas satisfaisante. Elle constitue une mesure de protection excessive des minoritaires qui handicape la liberté d'action des initiateurs et qu'il est difficile d'expliquer.

Sur le plan économique d'abord, la pratique démontre que l'introduction d'un seuil de renonciation dans les offres volontaires sert directement le marché. Stipuler un tel seuil pousse les initiateurs à offrir une prime de contrôle substantielle afin de l'atteindre, ce qui profite aux actionnaires destinataires de l'offre¹⁴¹³. L'étude des offres assorties d'un seuil de renonciation et déposées au cours des dernières années révèle d'ailleurs que la quasi-totalité d'entre elles a été couronnée de succès¹⁴¹⁴.

Sur le plan juridique ensuite, force est de constater que malgré la réticence de principe de l'autorité de marché, plusieurs offres ont pu être conditionnées à des seuils supérieurs aux deux tiers du capital¹⁴¹⁵. Dans une décision Sofco du 12 février 1998, le Conseil des marchés financiers a ainsi admis la recevabilité d'une offre alors que l'initiateur se réservait la faculté de ne pas y donner suite si les actions apportées ne lui permettaient pas de détenir au moins 95 % des droits de vote de la société¹⁴¹⁶. Dans une décision AB Soft du 16 mai 2001¹⁴¹⁷, le CMF a également déclaré recevable une offre conditionnée à l'obtention de 90 % du capital de la société cible, pourcentage nécessaire à l'application du § 215 de l'annexe au Règlement n° 99-02 du CRC qui permettait d'opter pour une méthode de comptabilisation dérogatoire en matière de comptes consolidés. Il est alors difficile de saisir les motifs qui justifieraient de priver un initiateur du droit de stipuler un seuil de renonciation égal à 90 % du capital

¹⁴¹¹ AMF, *Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les OPA*, 13 mai 2014, p.1.

¹⁴¹² Pour des illustrations v. J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE, et alii, *Lamy droit du financement*, op cit., n°2238.

¹⁴¹³ D. MARTIN, B. KANOVITCH, F. HAAS, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2016/1, p.68 et s., *spéc.* p.75.

¹⁴¹⁴ D. MARTIN, K. ANGEL, « Régime des offres publiques - Pour l'introduction d'un seuil de caducité obligatoire ? », *préc.*, n°18.

¹⁴¹⁵ Pour des illustrations v. A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°930.

¹⁴¹⁶ CMF, déc. 198C0160, 12 févr. 1998, *Sofco*. En l'espèce, l'autorité paraît avoir admis la recevabilité de l'offre au motif que le seuil fixé était nécessaire à la réalisation du plan de restructuration de la société, v. *infra* n°739.

¹⁴¹⁷ CMF, déc. n°201C0286, 16 mai 2001, *AB Soft*.

pour mettre en œuvre un retrait obligatoire, ou à 95 % pour prétendre bénéficier du régime de l'intégration fiscale.

441. Admission de seuils de renonciation équivalents à 90 % ou 95 % du capital. Pour expliquer la position de l'AMF et maintenir l'interdiction de principe des seuils de renonciation élevés, il est parfois avancé qu'introduire un tel seuil reviendrait à assortir l'offre d'une condition irréaliste, condition qui serait contraire à l'impératif de loyauté¹⁴¹⁸. Si cet argument peut être entendu lorsqu'un initiateur souhaite conditionner son offre à l'acquisition de la totalité du capital de la cible, il perd toutefois en consistance pour les seuils de 90 % et 95 % qui ne sont nullement inatteignables, la réglementation y faisant elle-même référence en matière de retrait obligatoire et d'intégration fiscale. Stipuler un seuil de renonciation élevé ne contredit pas non plus le principe de loyauté des offres et des surenchères. Ce principe ne fait que traduire une exigence de cohérence comportementale¹⁴¹⁹. Or, il n'apparaît pas incohérent que l'initiateur d'une offre volontaire ne souhaite pas se contenter d'une simple position majoritaire au sein du capital de la société, mais entende obtenir un niveau de contrôle suffisant pour mettre en œuvre certaines stratégies prédéfinies. Enfin, la directive OPA ne s'oppose pas à l'intégration d'un seuil de renonciation équivalent à 90 % ou 95 % du capital et des droits de vote de la cible¹⁴²⁰. Plusieurs États membres, comme le Royaume-Uni et les Pays-Bas, admettent d'ailleurs qu'une offre puisse être assortie d'un seuil équivalent à celui du retrait obligatoire.

Largement injustifiée, la réticence de l'AMF à l'égard des seuils de renonciation élevés doit donc être dépassée. Accorder aux initiateurs d'une offre volontaire la possibilité d'intégrer un seuil de renonciation équivalent à celui du retrait obligatoire ou de l'intégration fiscale ne nécessiterait aucune réforme législative. L'article 231-9 II du RG AMF permet déjà de fixer librement la quantité minimale de titres nécessaires au succès de l'offre dès lors que cette quantité est supérieure au seuil légal de caducité.

442. Conclusion de Section. L'approche dynamique a permis de saisir les orientations qui sous-tendent le cadre juridique des offres. Pour prolonger ces orientations, plusieurs modifications du cadre juridique ont été proposées. Les premières touchent à l'impératif de transparence, les secondes à celui de protection des non-contrôlares. Pour mieux saisir les changements de contrôle et offrir un meilleur support à la prise de décision des investisseurs,

¹⁴¹⁸ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°929.

¹⁴¹⁹ V. *infra* n°603 et n°612 et s.

¹⁴²⁰ La directive renvoie en effet aux États membres le soin de régir la question de la caducité des offres et des conditions autorisées (art. 13 a) et d) Dir. 2004/25/CE, *préc.*).

trois évolutions sont envisageables. La première consisterait à perfectionner la surveillance des concerts dans le temps en généralisant l'obligation d'informer l'autorité de marché en cas de modification de l'équilibre interne des concerts de contrôle de sociétés cotées. La deuxième serait de compléter l'information délivrée dans le rapport annuel de gestion en y intégrant les défenses administratives, aujourd'hui absentes de l'information obligatoire alors même qu'elles sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique. La dernière résiderait dans l'élargissement du champ d'application des franchissements de seuils afin que le dispositif saisisse mieux les relations de pouvoir entre personnes physiques et sociétés cotées, ainsi que l'évolution des participations entre le moment du franchissement de seuil et sa déclaration. Les retouches envisagées pour améliorer la protection des intérêts des minoritaires poursuivent elles un double objectif. Elles visent d'abord à offrir une protection optimale en adjoignant un seuil flottant à celui fixé pour l'offre obligatoire et en supprimant la tolérance législative à l'égard des acquisitions réalisées par des actionnaires dont la participation se situe déjà entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote. Elles cherchent ensuite à assurer la compatibilité du droit français avec les exigences européennes, compatibilité qui exige à la fois d'introduire un nouveau cas de retrait, et de retoucher certaines dérogations à l'obligation de déposer une offre. Les développements ont aussi montré que la révision de plusieurs mécanismes offrirait un droit plus équilibré aux acteurs évoluant sur le marché. Sur le terrain de la transparence, des excès mériteraient d'être corrigés. C'est le cas de la définition de l'action de concert, qui déclenche aujourd'hui le dépôt obligatoire d'une offre, et qu'il conviendrait de faire évoluer. Il serait également bienvenu de revenir sur la jurisprudence récente qui, pour imposer la consultation des instances représentatives du personnel d'une société éventuellement visée par une offre future, mobilise le droit commun de l'information pour contredire les solutions découlant du droit spécial. Plusieurs règles qui visent à protéger les actionnaires minoritaires pourraient aussi être rectifiées. Il a ainsi été proposé d'élargir les hypothèses de non-lieu au dépôt d'une offre afin de prendre en considération les mises en concert par substitution d'une partie au concert. La position de l'AMF consistant à refuser, pour les offres volontaires, l'introduction de seuils de renonciation équivalents à 90 % ou 95 % du capital ou des droits de vote de la société mériterait enfin d'être dépassée. Lorsqu'il imposait de retoucher la lettre d'une disposition législative ou réglementaire, chacun de ces rééquilibrages a fait l'objet d'une proposition rédactionnelle¹⁴²¹.

¹⁴²¹ Pour la synthèse des propositions faites v. annexe.

443. Conclusion de Chapitre. Au-delà de leur fonction de présentation du droit des offres, les principes directeurs jouent également un rôle dans la construction de ce droit. Par le biais des principes, les autorités chargées d'appliquer la réglementation peuvent réaliser une interprétation téléologique des règles mobilisées lorsque leur technicité aboutit à en obstruer le sens. Cette interprétation vivifiante de la règle de droit, qui lui assure de recevoir une application contentieuse conforme à sa raison d'être, n'est toutefois pas sans risque. Faute de demeurer dans des limites raisonnables, l'interprétation de la règle peut mener à sa dénaturation, les autorités en tournant la lettre pour y trouver ce qui n'y résidait nullement. Ces excès, bien que résiduels, mettent à mal la sécurité juridique des opérateurs et doivent être regrettés.

La fonction de construction des principes ne bénéficie pas seulement à l'interprète de la règle. Elle aide aussi le légiste à élaborer la réglementation de demain. Les principes directeurs offrent ainsi à voir le droit tel qu'il est, mais aussi tel qu'il pourrait être. Leur dimension prospective permet alors de proposer plusieurs modifications du cadre juridique afin de remédier à certaines de ses lacunes ainsi qu'à certains de ses excès. Sur le terrain de la transparence, la redéfinition de l'action de concert dans le contexte des offres et un meilleur suivi dans le temps de la répartition du pouvoir au sein des concerts ont ainsi été préconisés. Le perfectionnement de l'information délivrée dans le rapport annuel de gestion et au sein des déclarations de franchissements de seuil a également été proposé. Enfin, l'abandon de la jurisprudence récente relative à l'information fournie aux instances des représentants du personnel avant le lancement officiel d'une offre apparaîtrait particulièrement indiqué. Sur le terrain de la protection des minoritaires, les réformes suggérées ont été plus nombreuses. L'ambition est néanmoins restée modeste. Les propositions n'ont cherché qu'à renforcer les liens déjà existants entre prise de contrôle et offre obligatoire. L'affermissement de ces liens passe par la multiplication des éléments déclenchant l'obligation de déposer une offre. L'adjonction d'un seuil flottant comme fait générateur des offres obligatoires, la suppression de la tolérance liée à la vitesse d'acquisition des titres, la révision de certaines dérogations à l'obligation de déposer une offre ainsi que l'introduction d'une nouvelle offre de retrait iraient en ce sens. La consolidation du rapport entre offre publique et changement de contrôle impliquerait aussi d'écarter la mise en œuvre d'une offre obligatoire lorsqu'aucun changement de contrôle n'a lieu ou que les intérêts des minoritaires ne sont pas en jeu. À ce titre, l'élargissement des hypothèses de non-lieu au dépôt d'une offre apparaîtrait bienvenu. En complément, l'assouplissement du régime des seuils de renonciation permettrait de revenir sur une contrainte injustifiée et alignerait la place de Paris avec les principales places européennes. Ces propositions ne constituent que des recommandations fondées sur l'évolution générale du droit des offres. Si toutes participent à renforcer la cohérence générale de la réglementation et l'effectivité de ses principes directeurs, deux apparaissent plus

nécessaires que les autres. En effet, la révision des cas de dérogations prévues à l'article 234-9 du RG AMF et la transposition de l'offre de rachat prévue par la directive OPA s'imposent pour assurer la conformité du droit français au droit de l'Union.

444. Conclusion Titre 2. Dénominateurs communs des règles qui encadrent la procédure d'offre, les principes directeurs cimentent la réglementation. Par leur rayonnement, ils expriment la force de cohésion de ce droit. Les principes directeurs revêtent à ce titre une double fonction, de présentation du droit d'une part, et de construction du droit, d'autre part. Dotés d'une vertu explicative supérieure, les principes directeurs de transparence et de protection facilitent la compréhension de la matière qu'ils régissent. L'analyse du droit des offres sous leur prisme a permis d'exposer les grandes tendances qui guident le droit positif comme celles qui ont affecté l'évolution de la matière depuis sa création. Le rôle des principes directeurs ne s'arrête toutefois pas là. Parce qu'ils constituent le fondement générique des règles techniques, ils revêtent également une fonction de construction du droit. À cet égard, les principes directeurs constituent d'utiles instruments auxquels les autorités peuvent recourir pour clarifier le sens et la portée des règles mobilisées. Ils portent également en germe les évolutions probables de la réglementation. Leur dimension prospective a permis de proposer l'adoption de deux nouveaux articles, la modification de deux pratiques décisionnelles de l'AMF et la révision de seize dispositions du Code de commerce, du Code monétaire et financier, du Code du travail et du Règlement général de l'AMF. Dûment justifiées, les modifications proposées ne font pas figure de révolution. Elles confortent des tendances et complètent le droit positif plus qu'elles ne le bouleversent. Leur adoption ne peut être qu'encouragée, d'autant que l'entrée en vigueur de certaines d'entre elles permettrait à la France de se conformer pleinement aux exigences européennes.

445. Conclusion Partie 1. Toute matière est dominée par des principes qui en dirigent le développement. Le droit des offres publiques d'acquisition n'échappe pas à l'observation. L'étude a permis d'identifier deux principes directeurs propres à cette réglementation. Dotées d'une force de rayonnement considérable et d'un important ancrage historique, la transparence et la protection des minoritaires se sont révélées être les seules à mériter la qualification de principes directeurs. La démarche n'a pas seulement abouti à identifier ces principes. Elle a aussi permis de les définir, de les dissocier de plusieurs notions satellites, et de révéler leur nature juridique. La recherche a enfin établi que l'absence d'effet direct des principes directeurs ne devait pas être regrettée. Gage de sécurité juridique pour les acteurs qui ne connaissent des principes qu'au travers des normes qui les concrétisent, le défaut d'effet direct des principes ne préjuge en rien de leur intérêt. Tout au contraire, les principes directeurs des offres revêtent de précieuses fonctions. Ils permettent d'abord d'opérer une présentation systématique du droit qui en facilite l'apprentissage et la compréhension. L'examen de la réglementation sous le prisme des principes qui la dirigent donne ainsi à voir les finalités qui la transcendent de même que les orientations qui l'ont traversée au cours du temps. Au-delà de la mise en ordre qu'ils permettent de réaliser, les principes directeurs participent à la construction du droit des offres. Cette dernière fonction, qui ne doit pas être mésestimée, s'exprime à deux niveaux, jurisprudentiel et législatif. Dans les mains des autorités chargées de l'application du droit, les principes font figure de raison justificante : sur leur base, l'interprète peut livrer une lecture téléologique des normes qu'il mobilise afin d'en déterminer l'exacte portée. Dans les mains des autorités chargées de l'élaboration du droit, les principes se transforment en raison motrice et délivrent une vue de ce que pourrait être la réglementation de demain.

L'étude des principes directeurs achevée, il reste à débiter celle des principes généraux des offres.

PARTIE 2

LES PRINCIPES GÉNÉRAUX DES OFFRES

446. Notion de principe général du droit des offres. L'examen des principes directeurs mené à son terme, il faut désormais procéder à l'étude des principes généraux qui régissent le droit des offres. Contrairement aux principes directeurs qui sont dotés d'une grande force de rayonnement mais qui ne produisent pas d'effets directs, les principes généraux cumulent deux traits essentiels : ils sont expressément désignés comme tels et sont dotés d'un caractère extra-légal. Dépassant les prévisions de la loi, leur application contentieuse complète le système juridique en fournissant une solution adéquate à un litige donné. Outils précieux d'élaboration du droit pour les autorités chargées d'assurer le bon déroulement des offres, l'utilisation excessive des principes généraux n'en demeure pas moins risquée. En ce qu'ils produisent des conséquences juridiques autonomes de la loi, les principes généraux des offres sont susceptibles de servir de fondements aux solutions les plus discrétionnaires. La sécurité juridique implique donc de ne pas attribuer la qualification de principe général des offres trop aisément et de déterminer les conséquences que chacun emporte précisément.

447. Exclusion des principes généraux de la directive OPA. Il faut le répéter, le seul fait qu'un principe soit qualifié de « général » par la loi ou la jurisprudence ne suffit pas à le faire accéder à ce rang. Pour faire figure de principe général des offres, le principe considéré doit également revêtir un caractère extra-légal et produire des conséquences originales en période d'offre¹⁴²². Les principes énoncés par la directive OPA ne sauraient donc être considérés comme des principes généraux au sens de la présente étude. En effet, si ces principes sont qualifiés de généraux par la lettre du texte et qu'ils revêtent bien un sens spécifique à la matière considérée¹⁴²³, ils n'en restent pas moins dépourvus d'effets directs. Ils sont, selon la formule d'un auteur, insusceptibles « de prétendre à une portée directe complète »¹⁴²⁴. Dans ses décisions, la Cour de justice de l'Union requalifie d'ailleurs systématiquement ces « principes généraux » en « principes directeurs pour l'application de la directive ». La Cour a ainsi affirmé à quatre reprises que « l'on ne saurait déduire de

¹⁴²² V. *supra* n°43 et n°54.

¹⁴²³ Art. 3 Dir. 2004/25/CE, *préc.*

¹⁴²⁴ A. PIETRANCOSTA, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *préc.*, n°11.

l'utilisation des termes "principes généraux" à l'article 3 de cette directive que le législateur communautaire viserait ainsi à assimiler les principes énoncés à cet article à des principes généraux du droit communautaire. Il s'agit [...] seulement des principes directeurs pour l'application de ladite directive par les États membres »¹⁴²⁵. Loin de faire figure de principes opérationnels complétant le cadre juridique des offres, les principes en cause constituent plutôt un guide à destination des États membres pour l'application et la transposition de la directive¹⁴²⁶. Ils ne seront dès lors étudiés qu'à la marge de la présente étude.

448. Annonce. Cette observation faite, il reste à préciser que l'étude des principes généraux suivra une démarche proche de celle retenue pour saisir l'identité et les fonctions des principes directeurs. L'identification des principes généraux qui gouvernent les offres publiques (**Titre 1**) précédera ainsi la recherche des règles d'application communes à ces principes (**Titre 2**).

¹⁴²⁵ CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *préc.*, n°51 ; C-206/16, 20 juill. 2017, *préc.*, n°26 ; C-654/16, C-657/16 et C-658/16, 11 janv. 2018, *Amber Capital Italia Sgr SpA*, n°30 ; C-735/19, 10 déc. 2020, *préc.*, n°40.

¹⁴²⁶ Marcus Partner, *The Takeover Bids directive Assessment Report*, *préc.*, p.97.

TITRE 1

L'IDENTIFICATION DES PRINCIPES GÉNÉRAUX DES OFFRES

449. Annonce. La méthode et les critères permettant de procéder à l'identification des principes généraux ont déjà été présentés et discutés. Au sens de la présente étude, est considéré comme général le principe qui se trouve reconnu comme tel par la loi, la jurisprudence ou la doctrine et qui produit des conséquences extra-légales inédites dans le contexte d'une offre¹⁴²⁷. Plusieurs principes répondent à cette définition et méritent d'être étudiés. Au contraire, d'autres échouent à remplir ces conditions et ne sont pas dignes d'être érigés au rang de principe général des offres, soient qu'ils n'ont jamais été consacrés par la loi ou la jurisprudence¹⁴²⁸, soient qu'ils ne produisent aucune conséquence originale dans le contexte des offres¹⁴²⁹. Ils ne sont pas non plus dotés d'un rayonnement suffisant pour être érigé au rang de principe directeur¹⁴³⁰. Pour autant, l'examen des principes exclus de la qualification de principe des offres n'est pas sans intérêt. Leur étude peut en effet permettre d'identifier des principes encore embryonnaires, mais qui pourraient bien devenir, à l'avenir, de nouveaux principes généraux des offres. Elle est également susceptible de renseigner sur les rapports qu'entretiennent les principes qui régissent le droit des offres avec ceux qui gouvernent les autres branches du droit. À l'examen des principes généraux retenus (**Sous-titre 1**), succédera donc celui de certains principes généraux exclus (**Sous-titre 2**).

¹⁴²⁷ V. *supra* n°43 et n°54.

¹⁴²⁸ V. *infra* n°711 et s.

¹⁴²⁹ V. *infra* n°657 et s., n°686 et s.

¹⁴³⁰ V. *supra* n°48 et n°49.

SOUS-TITRE 1

LES PRINCIPES GÉNÉRAUX RETENUS

450. Annonce. Les critères retenus pour procéder à l'identification des principes généraux des offres ont abouti à ériger trois principes à ce rang : celui d'égalité, celui de liberté et celui de loyauté. Du fait de leur appartenance à la catégorie de principe général, leur respect s'impose à chaque participant à une offre publique. Tout manquement à leur égard peut justifier le prononcé d'une déclaration de non-conformité ou d'une sanction à l'égard des contrevenants. Saisir les conséquences attachées aux principes généraux implique d'examiner chacun d'eux isolément. Les principes d'égalité de traitement des actionnaires (**Chapitre 1**), de libre jeu des offres et des surenchères (**Chapitre 2**) et de loyauté dans les transactions et la compétition (**Chapitre 3**) seront donc successivement étudiés.

CHAPITRE 1. LE PRINCIPE D'ÉGALITÉ DE TRAITEMENT

451. Débats sur la portée du principe d'égalité de traitement. L'égalité est présentée comme une idée force de l'époque contemporaine. Les sens attachés à l'égalité sont pourtant aussi nombreux que les auteurs qui ont tâché de la définir¹⁴³¹. Elle paraît constituer à la fois un idéal démocratique et le sujet de dystopies cauchemardesques¹⁴³². Confrontés à cette notion aux contours incertains, certains ont pu s'offusquer de la consécration constitutionnelle du principe d'égalité¹⁴³³, et souligner son incapacité à faire figure de principe général de droit privé¹⁴³⁴. Est-ce à dire que pareille conclusion s'impose pour le principe d'égalité de traitement des actionnaires ? La réponse est délicate. Depuis le début du XX^{ème} siècle, ce principe paraît se trouver à mi-chemin entre le mythe et la réalité¹⁴³⁵. Si la majorité de la doctrine y voit un principe général du droit des sociétés¹⁴³⁶, des auteurs demeurent sceptiques vis-à-vis de l'exigence¹⁴³⁷, tandis que d'autres nient son existence¹⁴³⁸.

¹⁴³¹ Y. De CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, op cit., n°2.

¹⁴³² V. par ex. K. VONNEGUT Jr., « Harrison Bergeron », in *Welcome to the Monkey House*, Dell Publishing, 1988, p.20. Dans cette nouvelle, l'auteur dépeint une société où une situation d'égalité parfaite entre les individus a pu être atteinte en handicapant physiquement les plus intelligents au bénéfice des simples d'esprit.

¹⁴³³ M. WALINE, *L'individualisme et le droit*, préf. F. Mélin-Soucramanien, 2^e éd., Dalloz, 2007, p.395. L'auteur observait que la consécration constitutionnelle du principe d'égalité était vu par beaucoup comme « une solennelle sottise prudhommesque ».

¹⁴³⁴ P. MAZIÈRE, *Le principe d'égalité en droit privé*, préf. B. Teyssié, PUAM, 2003, spéc. n°394-399 ; Adde P. MORVAN : *Le principe de droit privé*, op cit., n°327.

¹⁴³⁵ P. CORDONNIER, « L'égalité entre actionnaires avant et depuis la loi du 22 novembre 1913 », *Journ. Sociétés* 1924, p.417, spéc. n°1 ; Ph. BISSARA, « Rapport : L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ? », *Cah. dr. entr.* 1994/5, p.18.

¹⁴³⁶ V. not. P. CORDONNIER, *De l'égalité entre actionnaires, droit français et législation comparée*, Rousseau, 1924, n°1 ; J. MESTRE, « L'égalité entre associés, (aspects de droit privé) », *Rev. Soc.* 1989, p.399 ; F. PELTIER, « L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable », *Bull. Joly Soc.* mai 1993, p.551 ; E. DAILLY, *Rapport Sénat* n°457, 29 sept. 1993, p.6 ; S. TORCK, « Le rachat par les sociétés cotées de leurs propres actions (article L.225-209 du Code de commerce) et le principe d'égalité des actionnaires », *Bull. Joly Bourse* nov. 2002, p.509, spéc. n°2 ; « Le rachat d'action aux fins de gestion financière sous l'influence du droit communautaire », *Bull. Joly Bourse* févr. 2005, p.112, spéc. n°20 ; « Le rachat d'actions aux fins de gestion financière du capital enfin ouvert aux sociétés non cotées sur un marché réglementé ou organisé », *Bull. Joly Soc.* juin 2012, p.510, spéc. n°31-32 ; M. GERMAIN, « Les moyens de l'égalité des associés dans les sociétés par actions non cotées », in *Mélanges Offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, p.189, spéc. n°1 ; « Questions nouvelles et anciennes sur l'égalité des actionnaires », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Bissara*, ANSA, 2013, p.197, spéc. n°1 ; P. Le CANNU, « Monsieur de Saint-Janvier ou le dépouillement de l'article 1832 du code civil », *Bull. Joly Soc.* sept. 2012, p.675, spéc. n°22 ; O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, op cit., n°55 ; I. URBAIN-PARLÉANI, « Le bouleversement des acquis », in *Regard sur l'évolution du droit des sociétés depuis la loi du 24 juill. 1966*, (dir.) I. Urbain-Parléani et P.-H. Conac, Dalloz, 2018, p.81 et s., spéc. p.96 ; M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, t.2, 23^e éd., LGDJ, 2022, n°548 ; P. Le CANNU, B. DONDERO, *Droit des sociétés*, 10^e éd., LGDJ, 2023, n°941.

¹⁴³⁷ R. MORTIER, *Le rachat par la société de ses droits sociaux*, préf. J.-J. Daigre Dalloz, 2003, n°34 et s. L'auteur considère l'égalité comme une *ratio legis* plus que comme un principe général. V. égal. M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 36^e éd., LexisNexis, 2023, n°557, qui voient dans l'égalité une « vertu » dénuée de la portée qui lui est attachée en droit constitutionnel.

¹⁴³⁸ S. SCHILLER, « L'égalité en droit des sociétés », *préc.*, n°22 ; M. NDIAYE, *L'inégalité entre associés en droit des sociétés*, op cit. ; Adde les propos de Monsieur Dominique Schmidt qui, s'il reconnaissait l'existence d'un principe au début des années 1970 (D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, op cit., n°208) semble avoir changé d'avis depuis (D. SCHMIDT, « Libre propos sur l'égalité des actionnaires en cas de cession de contrôle », *préc.*, p.37).

L'observation est transposable au droit des offres. Alors que l'existence d'un principe d'égalité de traitement des actionnaires est affirmée par la quasi-totalité de la doctrine financière¹⁴³⁹, un éminent spécialiste n'y voit pourtant qu'une commode illusion¹⁴⁴⁰. Pour d'autres auteurs, le principe serait pourvu d'une résonance particulière dans le contexte des offres publiques, où il revêtirait un caractère absolu¹⁴⁴¹. Les développements qui précèdent ont enfin montré que l'égalité était, à tort, régulièrement confondue avec le principe directeur de protection¹⁴⁴².

452. Annonce. Devant cette diversité d'opinions, il est difficile de saisir la teneur du principe d'égalité et de comprendre en quoi ses effets en période d'offre diffèrent éventuellement de ceux qu'il déploie en droit des sociétés. Appréhender correctement le principe d'égalité de traitement des actionnaires dans le contexte d'une offre publique implique dès lors d'étudier d'abord sa signification en droit des sociétés (**Section 1**), et d'apprécier ensuite ses manifestations en droit des offres (**Section 2**).

Section 1 : Le principe d'égalité en droit des sociétés

453. Annonce. En droit des sociétés, l'égalité des actionnaires pensée comme absolue est un mythe (§1), mythe dont il convient de se délivrer pour saisir la réalité du principe (§2).

§1. Le mythe d'une égalité absolue

454. Le lien imaginé entre société et égalité. L'égalité entre associés ou actionnaires semble inhérente à la logique sociétaire. En effet, la société est traditionnellement présentée comme fondée sur une collaboration égalitaire entre chacun des membres de la collectivité

¹⁴³⁹ A. PETITPIERRE-SAUVAIN, « L'égalité des actionnaires dans l'offre publique d'achat », *préc.*, p.654-655 ; J.-F. BIARD, J.-P. MATTOU, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.3 à p.6 ; Th. BONNEAU et L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, *op cit.*, n°99 ; Th. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, *op cit.*, n°747-1 ; A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°249, n°944 et s., n°1872 et s. ; F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques » *op cit.*, n°1024 ; A. COURET, H. Le NABASQUE, M.-L. COQUELET et *alii*, *Droit financier*, *op cit.*, n°1162-1163 ; Th. BONNEAU, P. PAILLER et *alii*, *Droit financier*, *op cit.*, n°1162.

¹⁴⁴⁰ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°881, pour qui le principe d'égalité des actionnaires est « dépassé au nom d'impératifs financiers et boursiers qui réclament plutôt le respect d'une certaine équité sur le marché ».

¹⁴⁴¹ J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme*, *op cit.*, n°624 et s. L'auteur remarque « l'absoluité » de l'égalité en droits des offres et l'oppose à la relativité du principe en droit commun.

¹⁴⁴² V. *supra* n°149 et s.

et organisée autour de l'intérêt commun des associés¹⁴⁴³. Le premier alinéa des articles 1832 et 1833 du Code civil reflète cette vision. En vertu de ces dispositions, la société est instituée « par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter », et ce « dans l'intérêt commun des associés ». Pensée comme absolue, l'égalité exigerait que tout associé soit investi de droits parfaitement identiques, sans qu'aucune distinction ne puisse avoir cours. Dans l'inconscient du juriste, l'égalité devant les gains et les pertes constituerait ainsi « le dogme fondamental du contrat de société »¹⁴⁴⁴. Cette conception de l'égalité relève pourtant du mythe : elle constitue un fait imaginaire, transmis par tradition, qui met en scène une généralité éloignée du réel¹⁴⁴⁵.

455. Le lien réel entre société et égalité. Le lien qui unit l'égalité des associés et le groupement en société est, en vérité, moins ténu qu'il n'y paraît. Si des auteurs défendent l'idée que l'impératif d'égalité serait à l'origine de nombreuses mécaniques du droit des sociétés, telles que les règles encadrant les conventions réglementées et l'attribution d'avantages particuliers, qui trouveraient leur source dans la volonté de prévenir les situations inégalitaires¹⁴⁴⁶, l'existence de ces dispositifs peut s'expliquer tout autrement. Le régime des conventions réglementées pourrait par exemple trouver sa source dans les conflits d'intérêts qui traversent le droit des sociétés, la procédure ne visant qu'à prévenir un éventuel conflit entre la qualité d'associé, déjà acquise, et celle de co-contractant, que l'intéressé s'apprête à revêtir. De même, il est possible de considérer que l'octroi d'avantages particuliers n'étant pas prohibé, l'attribution de ces avantages, loin de résulter d'un postulat égalitaire, permet justement de le transgresser. Comme le remarque Madame Sophie Schiller, ces mécanismes semblent se justifier plus « par la prévention des conflits [d'intérêts] qui produisent des conséquences négatives directes et facilement perceptibles dans les sociétés que par l'application d'un principe lointain et hypothétique d'égalité entre les actionnaires »¹⁴⁴⁷.

À un autre niveau, la possibilité de préférer, à valeur extrinsèque égale, certains capitaux à d'autres contribue encore à effriter le dogme égalitaire. L'existence d'actions de priorités, d'actions à dividende prioritaire, d'actions de préférences et d'avantages particuliers suffit à nier

¹⁴⁴³ M. GERMAIN, « L'intérêt commun des actionnaires », *Cah. dr. entr.* 1996/4, p.14 ; « Les moyens de l'égalité des associés dans les sociétés par actions non cotées », *préc.*, n°23 ; « Questions nouvelles et anciennes sur l'égalité des actionnaires », *op. cit.*, p.204 ; D. SCHMIDT, « De l'intérêt commun des associés », *JCP G* 1994, I, 3793, *spéc.* n°4 ; J. MESTRE, « L'égalité entre associés, (aspects de droit privé) », *préc.*, p.399 ; Y. De CORDT, *L'égalité entre actionnaires, op. cit.*, n°189.

¹⁴⁴⁴ F. PELTIER, « L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable », *préc.*, p.551.

¹⁴⁴⁵ V. « mythe » in *Dictionnaire le Trésor de la Langue Française informatisé*.

¹⁴⁴⁶ J. MESTRE, « L'égalité entre associés, (aspects de droit privé) », *préc.*, p.400 à p.403.

¹⁴⁴⁷ S. SCHILLER, « L'égalité en droit des sociétés », *préc.*, n°22.

toute portée absolue à l'égalité de traitement. La loi de la majorité, qui régit le fonctionnement des organes sociaux, rend également compte de l'inégalité qui règne en droit des sociétés. En autorisant un associé à détenir les quasi pleins pouvoirs, le droit se refuse à imposer une stricte égalité entre associés. Au contraire, il admet que les choix de la majorité des associés puissent être subordonnés au commandement d'un seul, minoritaire en nombre, mais majoritaire en parts¹⁴⁴⁸. Pris dans une acception absolue, le principe d'égalité de traitement des actionnaires ne constitue donc pas autre chose qu'un mythe.

456. L'absence d'égalité en droit des sociétés ? Hypostasiée, l'égalité semble faire office de berceuse destinée à apaiser les petits porteurs. Mais s'il est certain que l'égalité absolue relève de la fable plus que d'une réalité tangible, faut-il considérer pour autant qu'aucun principe d'égalité n'existe en droit des sociétés ? C'est par l'affirmative que répondent les travaux les plus récents en la matière, qui présentent l'égalité entre associés comme « un principe imaginaire » du droit positif, qui ne serait pas affirmé par les textes, ne remplirait pas les conditions des principes généraux du droit et ne trouverait aucun fondement en droit des sociétés¹⁴⁴⁹. Il n'est pas possible de souscrire pleinement à ces conclusions.

Il paraît d'abord excessif de considérer que le principe n'est pas affirmé par les textes. Si l'égalité des actionnaires n'est pas une réalité « aisément observable »¹⁴⁵⁰, il en existe des expressions indiscutables. Les articles L.223-34, L.225-204, L.228-12, L.242-23 et L.823-11 du Code de commerce renvoient directement à l'exigence. Il est vrai que la référence à l'égalité de traitement a été récemment supprimée de la lettre de l'article L.225-209-2 du Code de commerce¹⁴⁵¹. Il convient toutefois de ne pas tirer de conclusions hâtives de cette suppression, d'abord parce que l'amendement à l'origine de l'abrogation fait expressément référence au fait que l'égalité des actionnaires constitue un « principe général du droit des sociétés »¹⁴⁵², ensuite parce que le droit européen continue d'exiger le respect du principe dans le cadre des opérations de rachat¹⁴⁵³, ce qui interdit de penser qu'une telle opération puisse contrevenir à l'égalité entre actionnaires appartenant à une même catégorie¹⁴⁵⁴. À l'instar du droit national, plusieurs textes européens font également mention du principe. Il

¹⁴⁴⁸ D. SCHMIDT, « Exposé introductif. La loi de la majorité », *RJC* 1991, n° spéc., p.7 et s., spéc. p.8.

¹⁴⁴⁹ M. NDIAYE, *L'inégalité entre associés en droit des sociétés*, op. cit., n°238.

¹⁴⁵⁰ P. DIDIER « Rapport : L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ? », *Cah. dr. entr.* 1994/5, p.20.

¹⁴⁵¹ Art. 25 Loi n°2019-744 du 19 juill. 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés, JO n°0167, 20 juill. 2019.

¹⁴⁵² Sénat, *Exposé des motifs de l'amendement n°24*, 5 mars 2018.

¹⁴⁵³ Art. 60 Dir. n°2017/1132/UE du 14 juin 2017 relative à certains aspects du droit des sociétés, JOUE L.169/46, 30 juin 2017.

¹⁴⁵⁴ C. COUPET, « Loi du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation : miscellanées de droit des sociétés », *Bull. Joly Soc.* oct. 2019, p.35 et s., spéc. p.43 ; R. MORTIER, « Réformes du rachat par la société de ses propres actions », *RTDF* 2019/3, p.45 et s., spéc. p.47.

en est ainsi du troisième principe affirmé par la recommandation de la Commission européenne du 25 juillet 1977¹⁴⁵⁵, de l'article 3 de la directive du 21 avril 2004¹⁴⁵⁶, de l'article 17 de la directive du 15 décembre 2004¹⁴⁵⁷, de l'article 4 de la directive du 11 juillet 2007¹⁴⁵⁸, et des articles 60 et 85 de la directive du 14 juin 2017¹⁴⁵⁹. Il arrive également que la jurisprudence se réfère directement à l'exigence d'égalité. Dans une décision du 7 janvier 1988, le Conseil constitutionnel a ainsi déclaré inconstitutionnelle, parce que disproportionnée, une différence de traitement opérée entre deux catégories de sociétaires¹⁴⁶⁰. Interrogée sur l'existence d'un principe en vertu duquel l'actionnaire de contrôle serait tenu de proposer aux minoritaires de racheter leurs actions aux mêmes conditions que celles convenues lors de l'acquisition d'une participation conférant ou renforçant le contrôle, la Cour de justice a jugé que le droit européen ne contenait pas un tel principe¹⁴⁶¹, tout en rappelant dans le même temps l'existence d'un principe général d'égalité de traitement¹⁴⁶². Cette décision, par laquelle les juges européens refusent, à bon droit, que la protection des minoritaires puisse à elle seule et sans fondement législatif obliger l'acquéreur du contrôle d'une société à déposer une offre sur les titres de celle-ci, ne préjuge donc en rien de l'obligation de traiter également des actionnaires placés dans une même situation¹⁴⁶³.

Il apparaît ensuite délicat de tenir pour acquis que l'égalité de traitement des associés n'est pas éligible à la qualification de principe général. La notion de principe général du droit revêt en effet des contours si variables qu'elle est susceptible de recouvrir une multitude de réalités¹⁴⁶⁴. En outre, et même à prendre la définition retenue par la thèse qui nie toute réalité au principe d'égalité, à savoir qu'est principe général toute « norme juridique, écrite ou non, dotée d'une généralité qui lui permet de recevoir application dans des situations juridiques parfois très hétérogènes »¹⁴⁶⁵, il n'est pas certain que l'égalité s'écarte si nettement de la définition choisie.

¹⁴⁵⁵ Reco n°77/534/CEE du 25 juill. 1977 portant sur un code de conduite européen concernant les transactions relatives aux valeurs mobilières.

¹⁴⁵⁶ Dir. 2004/25/CE, *préc.*

¹⁴⁵⁷ Dir. 2004/109/CE, *préc.*

¹⁴⁵⁸ Dir. 2007/36/CE du 11 juill. 2007, concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, JOUE L.184/17, 14 juill. 2007.

¹⁴⁵⁹ Dir. n°2017/1132/UE, *préc.*

¹⁴⁶⁰ Cons. Const., n° 87-232 DC, 7 janv. 1988, *préc.* Si la majorité des auteurs considèrent que le raisonnement est transposable aux associés et que la référence aux seuls « sociétaires » est indifférente, certains relèvent toutefois que le raisonnement pourrait être inexacte, le *ius fraternitatis* étant plus fort entre sociétaires qu'entre actionnaires (J.-B. BARBIÈRI, *L'ordre sociétaire*, préf. A. Gaudemet, LGDJ, 2021, note 419).

¹⁴⁶¹ CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *préc.*, n°64.

¹⁴⁶² CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *préc.*, n°54 et s.

¹⁴⁶³ V. *supra* n°197.

¹⁴⁶⁴ V. *supra* n°18 et s.

¹⁴⁶⁵ M. NDIAYE, *L'inégalité entre associés en droit des sociétés*, *op. cit.*, n°139.

Les différents renvois à la notion au sein du Code de commerce, sa reconnaissance en jurisprudence, et son utilisation pour réprimer l'abus de droit de vote semblent plutôt constituer des expressions particulières d'un principe plus général d'égalité qui serait doté d'une certaine « efficacité contentieuse »¹⁴⁶⁶.

Enfin, l'argument selon lequel l'égalité des associés ne trouverait « aucun fondement en droit des sociétés » paraît être contredit par la thèse qui l'avance. En effet, après avoir tenté de démontrer l'inexistence du principe en droit des sociétés, la thèse liste dans un second temps les nombreuses hypothèses dans lesquelles le droit prohibe toute inégalité de traitement entre les associés¹⁴⁶⁷. Or, en reconnaissant que les ruptures d'égalité sont encadrées et ne peuvent jouer en toute circonstance, puisque le statut d'associé¹⁴⁶⁸, comme sa qualité d'organe¹⁴⁶⁹, imposent d'offrir un traitement identique et un accès égal à certaines prérogatives¹⁴⁷⁰, la thèse arrive à la conclusion inverse de celle initialement dressée : les limites aux disparités de traitement et la nécessité de justifier chaque situation inégalitaire témoignent de la réalité du principe d'égalité. Une étude externe de la Commission européenne relève d'ailleurs que « le droit français des sociétés est très attaché à la notion d'égalité des actionnaires. Par conséquent, il y a peu de dérogations à ce concept, sauf si elles sont prévues par la loi dans le cadre d'un régime spécial. En outre, les tribunaux français sont réticents à accepter des changements dans les droits des actionnaires s'il n'existe pas de disposition légale claire à cet effet »¹⁴⁷¹. Parce qu'elle constitue le principe, l'égalité n'a pas besoin d'être justifiée, seule l'inégalité doit l'être¹⁴⁷². Derrière les situations ponctuelles d'inégalité, un substrat égalitaire demeure donc. Il faut désormais en saisir la réalité.

¹⁴⁶⁶ J. MESTRE, « L'égalité entre associés, (aspects de droit privé) », *préc.*, p.406.

¹⁴⁶⁷ M. NDIAYE, *L'inégalité entre associés en droit des sociétés*, *op. cit.*, n°455.

¹⁴⁶⁸ M. NDIAYE, *L'inégalité entre associés en droit des sociétés*, *op. cit.*, n°456 et s.

¹⁴⁶⁹ M. NDIAYE, *L'inégalité entre associés en droit des sociétés*, *op. cit.*, n°559 et s.

¹⁴⁷⁰ Il en est notamment ainsi du droit de participer aux décisions collectives, de la possibilité d'exercer l'action *ut singuli*, de l'accès à l'information et de la faculté de désigner un administrateur provisoire ou un mandataire *ad hoc*.

¹⁴⁷¹ TGS Baltic, *Study on Minority Shareholders Protection Prepared for the Directorate-General for Justice and Consumers*, the European Union, 2018, p.254.

¹⁴⁷² Ch. PERELMAN, *Le raisonnable et le déraisonnable en droit, au-delà du positivisme juridique*, préf. M. Villey, LGDJ, 1984, p.171.

§2. La réalité d'une égalité relative

457. Annonce. Si l'égalité comprise comme absolue n'a jamais eu cours en droit des sociétés, affirmer pour autant qu'aucun principe d'égalité ne régirait la matière apparaît précipité. Sans constituer un dogme abstrait, une égalité de traitement gouverne bien les rapports entre actionnaires. Il s'agit d'une égalité doublement relative : elle est à la fois catégorielle (I) et commutative (II).

I. Une égalité catégorielle

458. Une égalité par catégorie. Comprise comme impliquant une identité de traitement entre tous les associés, l'exigence d'égalité ne correspond pas à la logique sociétaire qui résulte du Code civil. Le discours prononcé par Treilhard le 1^{er} mars 1804 pour présenter le contrat de société au Corps législatif en témoigne. Abordant le principe d'égalité, Treilhard souligne qu'il convient, « pour que l'égalité ne soit pas violée, qu'il y ait entre les associés répartition des charges et des bénéfices, non qu'il soit nécessaire que toutes les mises soient égales ou de même nature, et que la part dans les profits soit la même pour tous ; mais il faut une proportion équitable entre la mise et le profit de chaque associé ; il faut que la différence dans la répartition des bénéfices, s'il en existe une, soit fondée ou sur une mise plus forte, ou sur des risques plus grands, ou sur de plus éminents services, ou enfin sur toute autre cause légitime en faveur de celui qui est le plus avantage »¹⁴⁷³. C'est dire que dès 1804, l'égalité ne se matérialisait pas par une uniformité parfaite et qu'un associé n'en valait pas toujours un autre. À condition d'être justifiée et de reposer sur des critères objectifs tels que les risques pris ou les services rendus, une différence de traitement pouvait donc exister sans violer le principe d'égalité. Ainsi conçue, et comme l'affirme aujourd'hui encore la jurisprudence, l'égalité de traitement n'implique pas de « donner des droits absolument identiques à tous les associés »¹⁴⁷⁴.

En droit des sociétés, le sens du principe est donc proche de celui qu'il recouvre en droit constitutionnel : il ne prescrit pas de traiter identiquement toute chose, mais impose de traiter également toute personne appartenant à une même catégorie¹⁴⁷⁵. L'égalité entre actionnaires peut être définie comme l'obligation de traiter de façon égale tout actionnaire placé dans une situation semblable, et comme admettant des différences de traitements dès lors qu'elles sont

¹⁴⁷³ P. A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du code civil*, t.14, 1827, p.398.

¹⁴⁷⁴ Cass. Civ. 3^{ème}, n°70-10933, 24 mars 1971.

¹⁴⁷⁵ V. *supra* n°156 et n°157.

fondées sur des critères objectifs de différenciation. Nullement propre au droit français, cette compréhension du principe d'égalité est partagée par la majorité des États membres de l'Union européenne. Une étude commandée par la Commission européenne remarque en ce sens que : « Presque tous les États membres garantissent l'égalité de traitement des actionnaires en position égale, et beaucoup soulignent l'importance centrale de ce principe dans le gouvernement d'entreprise. Toutefois, dans aucun des États membres, le principe d'égalité n'est appliqué universellement à tous les actionnaires, la création de différentes catégories d'actions étant généralement possible et largement utilisée »¹⁴⁷⁶. C'est cette même conception de l'égalité qui figure dans la directive du 14 juin 2017 qui exige, en matière de rachat d'actions, de traiter également tous les actionnaires qui se trouvent dans une même situation¹⁴⁷⁷, ce qui interdit de traiter différemment les actionnaires regroupés au sein d'une même catégorie, mais autorise à traiter distinctement des actionnaires appartenant à des sous-ensembles distincts¹⁴⁷⁸. Une application récente de ce principe peut être trouvée dans le rachat de son capital par la société L'Oréal. Sélective, l'opération de rachat était limitée à la seule acquisition de la participation de Nestlé, actionnaire historique et principal minoritaire de L'Oréal. La différence de poids et d'ancienneté de cet actionnaire avec les autres minoritaires ainsi que la fixation d'un prix de rachat minoré par rapport au dernier cours de cotation expliquent que l'AMF n'ait pas estimé que l'opération contrariait l'exigence d'égalité¹⁴⁷⁹.

459. Une égalité qui repose sur des critères de différenciation. L'égalité ne jouant qu'au sein d'une même catégorie d'actionnaires, est, dans sa nature même, relative. Elle ne s'oppose pas à ce que des associés soient traités différemment dès lors que cette distinction est conforme à l'objet de la règle qui l'établit. Par des critères de différenciation objectifs, il est donc possible, sans vexer l'égalité, d'opérer des dissociations catégorielles au sein de la communauté des actionnaires et de réserver un traitement différent à chaque sous-ensemble dégagé. En droit des sociétés, les critères susceptibles de justifier une différence de traitement sont nombreux. La présentation des principaux d'entre eux permet de saisir comment l'égalité s'exprime.

460. La différenciation par l'ancienneté. L'un des critères de différenciation utilisés pour attribuer un avantage à certains actionnaires et en priver les autres touche à la durée de détention des titres. Par le biais de ce critère, le Code de commerce autorise les statuts des

¹⁴⁷⁶ TGS Baltic, *Study on Minority Shareholders Protection Prepared for the Directorate-General for Justice and Consumers*, préc., p.193.

¹⁴⁷⁷ Art. 60 Dir. n°2017/1132/UE, préc.

¹⁴⁷⁸ R. MORTIER, « Réformes du rachat par la société de ses propres actions », préc., p.47-48.

¹⁴⁷⁹ Sur cette opération v. R. MORTIER, « L'atypique réduction de Nestlé au capital de L'Oréal par voie de programme de rachat d'actions », *Dr. Soc.* déc. 2022, ét. 10.

sociétés anonymes à accorder un droit de vote double aux actionnaires qui détiennent des actions entièrement libérées et inscrites de façon ininterrompue au nominatif pendant une période prévue par les statuts, laquelle ne peut être inférieure à deux ans¹⁴⁸⁰. Depuis la loi du 29 mars 2014, l'attribution de droits de vote doubles est même devenue automatique dans les sociétés cotées, sauf clause contraire des statuts¹⁴⁸¹. Suivant ce même critère d'ancienneté, le législateur permet aux sociétés d'attribuer des dividendes majorés à tout actionnaire justifiant, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis au moins deux ans¹⁴⁸². Ce dispositif a pu être présenté comme une exception au principe d'égalité de traitement des actionnaires¹⁴⁸³. Il repose en vérité sur un critère rationnel de différenciation et s'avère respectueux du principe. Comme pour l'attribution du droit de vote double, le critère retenu par la loi pour opérer une distinction entre actionnaires est conforme à la logique poursuivie par le législateur. Ces deux dispositifs visent à récompenser les actionnaires fidèles et à encourager l'actionnariat long-terme. Il apparaît donc cohérent que la loi retienne la durée de détention des titres comme critère pour départager les bénéficiaires des dispositifs de ceux qui s'en voient privés. Allié à la nécessaire inscription des titres au nominatif, qui exprime le souhait de mieux connaître l'actionnariat des sociétés, ce critère de détention permet d'assurer un accès égal aux avantages pour tous les actionnaires remplissant une condition objective d'ancienneté. Loin de violer l'égalité entre associés, ces deux mécanismes apparaissent en tous points conformes à celle-ci¹⁴⁸⁴.

461. La différenciation par la détention du contrôle. Tout comme le critère de l'ancienneté, la notion de contrôle constitue un critère objectif permettant d'opérer des différences de traitement. Inhérent au fonctionnement de la structure sociétaire, ce critère de différenciation explique les solutions retenues en matière de cession de contrôle des sociétés non cotées. Parce que le contrôle confère des avantages particuliers à celui qui le détient et en prive ceux qui n'en disposent pas¹⁴⁸⁵, la jurisprudence a toujours nié aux minoritaires le bénéfice de la prime de contrôle et refusé d'imposer au cessionnaire du contrôle le rachat de la totalité des titres extérieurs au bloc de contrôle. Bien que cette position ne fasse pas

¹⁴⁸⁰ Art. L.225-123 Code com.

¹⁴⁸¹ Art. L.22-10-46 Code com.

¹⁴⁸² Art. L.232-14 Code com.

¹⁴⁸³ E. DAILLY, « Le dividende majoré, une fausse bonne idée », *Figaro éco.* 14 avr. 1993 ; J.-B. JACQUIS, J. De BÉLOT, « Dividende majoré : l'équilibre de la place en cause », *Les Échos* 2 juin 1993, p.17 ; F. POLLAUD-DULIAN, « La querelle du dividende majoré, un aspect du principe d'égalité dans le droit des sociétés cotées en bourse », *JCP G* 1993, I., 3697.

¹⁴⁸⁴ Pour une conclusion identique à l'égard du dividende majoré v. Y. GUYON, « La loi du 12 juillet 1994 sur le dividende majoré », *Rev. Soc.* 1995, p.1, spéc. n°2.

¹⁴⁸⁵ Sur la difficulté à mesurer ces avantages v. M. NUSSENBAUM, « Prime de contrôle, décote de minorité et d'illiquidité », *RJC* 1998, n° spéc., p.15 ; J. HONORAT, « La prime de contrôle ou quand deux et deux ne font plus quatre », in *Mélanges en l'honneur de Christian Gavalda*, Dalloz, 2001, p.147, spéc. n°15 s.

l'unanimité chez les tenants de l'analyse économique du droit, la Cour de cassation n'a jamais tenu compte de l'originalité des cessions de contrôle de sociétés non cotées¹⁴⁸⁶. Elle considère qu'« aucun principe du droit des sociétés n'impose aux associés, qui cèdent leurs titres au même moment, d'obtenir un prix identique, même en présence d'un seul et même acquéreur »¹⁴⁸⁷. Contrairement à ce qui a pu être affirmé, l'absence de partage de la prime de contrôle ne déroge donc nullement à « la théorique égalité entre actionnaires »¹⁴⁸⁸, mais est conforme à son caractère relatif. Si la solution diffère en présence d'une offre publique, cela s'explique par la portée particulière que revêt le principe de protection des minoritaires en ce domaine.

II. Une égalité commutative

462. Le caractère commutatif de l'égalité. L'égalité entre actionnaires est doublement relative. En plus d'admettre les disparités de traitement fondées sur des critères objectifs de différenciation, le principe ne s'oppose pas à ce que des situations inégalitaires puissent exister au sein d'une même catégorie d'actionnaires, dès lors que les actionnaires appartenant à cette catégorie y ont consenti. Conformément à une ancienne jurisprudence qui considérait « qu'aucune disposition de la loi ne défend aux associés de régler forfaitairement et d'avance, par le contrat lui-même, les conditions de l'abandon par l'un ou l'autre d'entre eux de ses droits dans la société »¹⁴⁸⁹, l'égalité serait ainsi susceptible de renonciation¹⁴⁹⁰.

En droit positif, un traitement inégalitaire entre actionnaires peut être introduit à condition d'avoir été soumis au régime délibératif et autorisé par l'assemblée des actionnaires¹⁴⁹¹. Les ruptures d'égalité que le droit des sociétés tolère en matière de répartition des droits financiers ou politiques l'illustrent. Si les droits de vote et les dividendes sont normalement attribués à chaque associé de façon égalitaire à proportion du capital détenu et que ce principe

¹⁴⁸⁶ Cass. Com., n°68-11.085, 21 janv. 1970, *préc.*

¹⁴⁸⁷ Cass. Com., n°04-14.188, 11 oct. 2005, *préc.*

¹⁴⁸⁸ J. HONORAT, « La prime de contrôle ou quand deux et deux ne font plus quatre », *préc.*, n°3.

¹⁴⁸⁹ TC Seine, 2 mai 1938, *SA Au Planteur de Caiffa* ; *Journ Soc.* 1939, p.359.

¹⁴⁹⁰ Dans un arrêt en date du 24 janvier 1934, la chambre des requêtes a reconnu cette faculté à un actionnaire (Cass Req., 24 janv. 1934, *SA Des Cartonneries de Gondardennes* ; S.1935, I, p.17, note P. Esmein : « il ne saurait être fait grief à l'arrêt attaqué d'avoir méconnu le principe [...] de l'égalité des droits entre les actionnaires, dès lors qu'il résulte des motifs que les restrictions qui atteignaient le [directeur] seul, à l'exclusion de tous autres, dans le plein exercice de ses droits d'actionnaire, ne dérivent pas du pacte social, mais sont la conséquence de renoncations personnellement consenties par lui »). On remarquera toutefois qu'après cette affirmation, la Cour de cassation a considéré que le directeur en question n'était pas un véritable actionnaire, ce qui invite à relativiser la portée de l'arrêt.

¹⁴⁹¹ Dans le même sens, v. J.-B. BARBIÈRI, *L'ordre sociétaire*, *op cit.*, n°170 et s.

demeure à défaut de clause statutaire contraire¹⁴⁹², une répartition inégalitaire des voix ou des bénéfices est possible dès lors qu'elle précède la réunion d'une assemblée générale et qu'elle a été avalisée par les autres associés. L'attribution d'avantages particuliers et l'émission d'actions de préférence au profit d'une ou de plusieurs personnes nommément désignées sont ainsi admises à condition d'avoir donné lieu au vote d'une assemblée générale auquel les bénéficiaires ne peuvent pas participer¹⁴⁹³. L'augmentation de capital réservée à un actionnaire procède de la même logique : s'il est possible de revenir sur le droit de préférence reconnu à chaque actionnaire en proportion du montant de sa participation, c'est à la condition que la suppression de ce droit ait été décidée par l'assemblée générale extraordinaire¹⁴⁹⁴, ou que les actionnaires y aient renoncé individuellement¹⁴⁹⁵.

463. La limite de l'intérêt social. Si l'égalité entre actionnaires cède devant la volonté contraire des intéressés, une limite existe néanmoins. Elle réside dans l'intérêt social de la société¹⁴⁹⁶. En effet, toute rupture d'égalité qui nuirait à la bonne marche de la société est prohibée par le droit. Plusieurs exemples en témoignent.

En matière d'attribution des bénéfices, une répartition inégalitaire est possible. L'intérêt social fait cependant obstacle à ce que cette inégalité aille jusqu'à attribuer à un actionnaire la totalité du profit ou à l'exonérer de la totalité des pertes. La bonne gestion de la société implique que tous les associés se trouvent soumis à l'aléa social et que toute clause contraire soit réputée non écrite¹⁴⁹⁷. La prohibition des clauses léonines, limite à l'inégalité entre actionnaires, trouve ainsi une justification dans l'intérêt de la société¹⁴⁹⁸. De la même manière, si différents dispositifs permettent de revenir sur la répartition proportionnelle des droits de vote, l'intérêt social implique que tout actionnaire puisse prendre part aux décisions collectives¹⁴⁹⁹, ce qui explique pourquoi les statuts ne peuvent pas, en principe, priver un actionnaire de ce droit¹⁵⁰⁰. Enfin, une dernière illustration de l'intérêt social comme borne aux situations inégalitaires réside dans le concept d'abus de majorité. En sanctionnant les résolutions prises « contrairement à l'intérêt social et dans l'unique dessein de favoriser des

¹⁴⁹² Art. 1844-1 Code civ.

¹⁴⁹³ Art. L.225-10 et L.228-15 Code com.

¹⁴⁹⁴ Art. L.225-135 Code com.

¹⁴⁹⁵ Art. L.225-132 al.4 Code com.

¹⁴⁹⁶ Sur le lien étroit entre intérêt social et égalité entre actionnaires v. S. TORCK, « Le rachat par les sociétés cotées de leurs propres actions (article L.225-209 du Code de commerce) et le principe d'égalité des actionnaires », *préc.*, n° 3.

¹⁴⁹⁷ Art. 1844-1 al.2 Code Civ.

¹⁴⁹⁸ M. PLANIOL, note sous Cass. Civ., 9 juin 1890, D.1890, I, p.409 ; F. XAVIER-LUCAS, M. CAFFIN-MOI, « Théorie des bénéfices et des pertes, Clauses léonines », *Jur. class. soc.*, LexisNexis, 2013, n°7. *Contra* J.-B. BARBIÈRI, *L'ordre sociétaire, op cit.*, n°161.

¹⁴⁹⁹ Art. 1844 al.1 Code civ.

¹⁵⁰⁰ Cass. Com., n°96-17.661, 9 févr. 1999; *Bull. Joly Soc.* mai 1999, p.566, note J.-J. Daigre ; *Rev. Soc.* 1999, p.80, note P. Le Cannu.

membres de la majorité au détriment de membres de la minorité », ¹⁵⁰¹ la jurisprudence neutralise les ruptures d'égalité qui ne se trouveraient pas justifiées par l'intérêt de la société ¹⁵⁰². La jurisprudence se porte ainsi garante du principe d'égalité de traitement.

464. Conclusion de Section. Idéologisé, le principe d'égalité n'est pas cet absolu qui imposerait une parfaite identité de traitement entre tous les actionnaires. Tout au contraire, en droit des sociétés, l'égalité qui régit les rapports entre actionnaires est doublement relative. Elle l'est d'abord en ce qu'elle n'opère qu'au sein d'une même catégorie d'actionnaires. Elle autorise en conséquence l'introduction de différences de traitement dès lors qu'elles reposent sur des critères objectifs de différenciation. Les différences de traitement objectivement justifiées, loin de violer le principe d'égalité, viennent faire corps avec lui et permettent d'en dresser les contours. L'égalité est ensuite relative en ce qu'elle est commutative. Le principe tolère ainsi que des disparités existent au sein d'une même catégorie d'actionnaires dès lors qu'elles ont été approuvées par ces derniers. Le caractère commutatif de l'égalité ne saurait toutefois tout autoriser. Aussi le principe s'oppose-t-il aux inégalités contraires à l'intérêt de la société. La réalité du principe d'égalité fixée en droit des sociétés, il reste à vérifier si cette égalité existe et conserve la même portée dans la réglementation propre aux offres publiques.

¹⁵⁰¹ Cass. Com., n°59-11.394, 18 avr. 1961 ; D.1961, p.661 ; *JCP* 1961, II, 12164, obs. D. Bastian ; S.1961, I, p.257, note A. Dalsace ; *RTD Com.* 1961, p.634, obs. R. Houin ; Cass. Com., n°78-13.836, 30 mai 1980 ; *Rev. Soc.* 1981, p.311, note D. Schmidt ; Cass. Com., n°86-13.040, 23 juin 1987 ; *Bull. Joly Soc.* juill. 1987, p.624 ; *Defrénois* 1988, p.604, note J. Honorat ; Cass. Civ., n°87-16.862, 20 mai 1989 ; *Bull. Joly Soc.* mai 1989, p.411, note P. Le Cannu ; Cass. Com., n°89-15.725, 22 janv. 1991 ; *Bull. Joly Soc.* avr. 1991, p.389, note M. Jeantin ; Cass. Civ. 3^{ème}, n°95-17.122, 18 juin 1997 ; *Bull. Joly Soc.* nov. 1997, p.968, note P. Le Cannu ; Cass. Com., n°98-19086, 22 mai 2001 ; *Defrénois* 2001, p.1204, obs. H. Hovasse ; Cass. Com., n°01-16.581, 30 nov. 2004 ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2005, p.241, note P. Le Cannu ; Cass. Civ. 1^{ère}, n°18-18.896, 19 mai 2021 ; *Dr. Soc.* oct. 2021, comm. 119, note N. Jullian.

¹⁵⁰² À rebours de la jurisprudence qui refuse de reconnaître un abus de droit de vote lorsque la résolution prise ne contrarie pas l'intérêt social (v. par ex. Cass. Civ. 3^{ème}, n°95-17.122, 18 juin 1997, *préc.* ; Cass. Com., n°98-19086, 22 mai 2001, *préc.*), un auteur estime que le critère de l'abus résiderait dans la rupture intentionnelle de l'égalité indépendamment de toute atteinte à l'intérêt social (D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, 2^e éd., Joly, 2004, n°319 et s.). La majorité de la doctrine considère néanmoins que l'inégalité constitue l'élément essentiel de la théorie de l'abus de droit de vote (J. MESTRE, « L'égalité entre associés, (aspects de droit privé) », *préc.*, p.404 ; A.-L. CHAMPETIER De RIBES-JUSTEAU, *Les abus de majorité, de minorité et d'égalité, étude comparative des droits français et américain des sociétés*, préf. J.-J. Daigre, Dalloz, 2010, n°252 et s. ; Ph. MERLE, A. FAUCHON, *Droit commercial : sociétés commerciales*, 27^e éd., 2023, Dalloz, n°668 ; M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DEBOISSY, *Droit des sociétés, op cit.*, n°675).

Section 2 : Le principe d'égalité en droit des offres

465. Omniprésence du principe en droit des offres. Sur les marchés financiers et plus en encore dans le contexte d'une offre publique, l'égalité est sur toutes les lèvres¹⁵⁰³. Valeur cardinale du régulateur, invoquée dans chaque grand contentieux boursier, l'égalité est à l'impulsion de la majorité des projets de réforme, trouve sa place dans chaque exposé des motifs et figurait, avant même sa consécration dans un texte réglementaire, dans la doctrine officielle de l'autorité de marché¹⁵⁰⁴. Le nombre de références à l'impératif d'égalité au sein de la jurisprudence¹⁵⁰⁵ et des dispositions législatives¹⁵⁰⁶ assoit son importance. Érigée en « principe souverain »¹⁵⁰⁷, l'égalité primerait sur les autres principes qui régissent la procédure d'offre.

466. Singularité du principe en droit des offres. Omniprésente, l'égalité revêtirait une dimension particulière en période d'offre. Elle ne constituerait pas seulement « une extension du principe d'égalité entre actionnaires qui anime le fonctionnement interne des sociétés non cotées »¹⁵⁰⁸. Originale, l'égalité serait dotée d'un plus haut degré d'intensité lors du déroulement d'une offre¹⁵⁰⁹.

467. Annonce. Pour vérifier ces affirmations et saisir l'exacte portée du principe, il convient de déterminer d'abord ses expressions particulières dans le contexte d'une offre publique (§1). Une fois ces expressions présentées, les caractéristiques générales du principe pourront ensuite être dégagées (§2).

¹⁵⁰³ V. *supra* n°150 et n°151.

¹⁵⁰⁴ COB, *Rapport annuel 1970*, p.135 ; J.-J. BURGARD, « Négociations de blocs d'actions », *op cit.*, p.300 et p.306.

¹⁵⁰⁵ V. par ex. CA Paris, n°95/2112, 16 mai 1995, *préc.* ; Cass. Com., n°95-21.289, 24 févr. 1998 ; *Bull. Joly Bourse* juill. 1998, p.474, note M.-C. De Nayer ; CA Paris, 3 juill. 1998, *préc.* ; CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *préc.* ; CA Paris, 3 mai 2001, *ADAM et autres c/ Schneider Electric SA et Legrand SA* ; *JCP E* 2001, 1046, note A. Viandier ; *Bull. Joly Soc.* juill. 2001, p.796, note D. Schmidt ; *Banque et Droit* juin 2001, p.36, note J.-J. Daigre et H. De Vauplane ; *RTD Com.* 2001, p.727, obs. Ch. Goyet et N. Rontchevsky ; *Droit Soc.* juill. 2001, comm. 119, note H. Hovasse ; CA Paris, n°2011/00690, 15 sept. 2011, *préc.* ; CA Paris, n°2012/08324, 27 juin 2013 ; *Rev. dr. banc. fin.* mars 2014, comm. 76, note D. Martin et G. Guiliani ; CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*

¹⁵⁰⁶ Art. L.433-1 Code mon fin. ; art. 231-3, 231-7 al.1 et 261-1 RG AMF ; art. 3 Dir. 2004/25/CE, *préc.*

¹⁵⁰⁷ J.-F. BIARD, J.-P. MATTOU, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.3.

¹⁵⁰⁸ J.-F. BIARD, J.-P. MATTOU, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.5.

¹⁵⁰⁹ J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme*, *op cit.*, n°624 et s. ; C. RUELLAN, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, *op cit.*, n°744 et s. ; D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, *op cit.*, n°361. À ce titre, il est d'ailleurs éloquent qu'un auteur ayant consacré sa thèse à démontrer l'existence d'une inégalité entre associés, ait écarté de ses développements la matière financière (M. NDIAYE, *L'inégalité entre associés en droit des sociétés*, *op. cit.*, n°89 et s.).

§1. Les expressions particulières du principe d'égalité

468. Annonce. Le Règlement général de l'AMF impose de respecter l'« égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre »¹⁵¹⁰. Déterminer ce que recouvre cette expression implique de recenser les différentes occurrences de l'exigence d'égalité dans le contentieux des offres. Ce recensement révèle que l'égalité joue dans deux domaines particuliers : devant la contrepartie **(I)** et dans l'accès à l'information **(II)**.

I. L'égalité devant la contrepartie

469. Annonce. L'exigence d'égalité de traitement devant la contrepartie fixée par l'initiateur d'une offre s'applique à l'ensemble des offres publiques d'acquisition. Elle semble toutefois revêtir une dimension supplémentaire en présence d'une offre de retrait obligatoire, ce qui justifie de séparer l'étude des expressions du principe d'égalité dans le cadre d'une offre d'achat, d'échange ou de retrait **(A)**, des conséquences qu'il engendre à l'occasion d'un retrait obligatoire **(B)**.

A. L'égalité devant la contrepartie dans les offres d'achat, d'échange ou de retrait

470. Annonce. Loin de déployer des effets sensiblement différents de ceux qu'il produit en droit des sociétés, le principe d'égalité exige seulement de traiter de la même façon les destinataires de l'offre placés dans une situation semblable **(1)** et admet, à l'inverse, le traitement différencié de ceux placés dans une situation distincte **(2)**. Une décision récente laisse toutefois présager une éventuelle mutation du principe et la consécration d'une inquiétante égalité absolue devant la prime ou la décote **(3)**.

1. À situation semblable, traitement égal

471. L'égalité devant la contrepartie fixée. À l'instar de ses effets en droit des sociétés, l'égalité de traitement en période d'offre implique de traiter également les individus placés dans une situation semblable. En présence d'une offre, l'égalité devant la contrepartie impose

¹⁵¹⁰ Art. 231-3 RG AMF.

à l'initiateur de proposer à chaque titulaire de titres visés par l'offre des conditions et une contrepartie strictement identique à celles proposées aux autres détenteurs de titres de la même catégorie. La directive OPA ne dit pas autre chose lorsqu'elle exige que « les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie [bénéficient] d'un traitement équivalent »¹⁵¹¹. Le principe d'égalité qui joue en période d'offre partage donc une caractéristique avec celui qui joue en droit des sociétés : il est relatif¹⁵¹².

472. Illustration. L'autorité de marché veille au respect de l'égalité de traitement et ne tolère, en principe, aucune dérogation. La position de l'AMF lors de l'OPA initiée en 2012 par Toyota Tsusho Corporation sur la société CFAO l'illustre. Lors du déroulement de cette offre libellée à un prix unitaire de 37,50 € par action, la société PPR, actionnaire de CFAO, s'engagea à apporter à l'initiateur la totalité de sa participation à un prix identique à celui fixé par l'offre. L'initiateur avait néanmoins consenti certains avantages à son co-contractant. En premier lieu, l'offrant s'était engagé à verser à PPR un complément de prix dans l'hypothèse où il déposerait une offre publique sur CFAO à un prix par action supérieur à 37,50 €. En second lieu, la convention précisait qu'en cas de revente des actions CFAO à un prix supérieur au prix payé à la société PPR, l'initiateur serait tenu de lui reverser la plus-value réalisée à titre de complément de prix. Faute pour l'initiateur d'offrir les mêmes avantages aux autres actionnaires de CFAO, l'AMF s'opposa à ces stipulations en considérant qu'elles étaient de nature à rompre l'égalité de traitement entre les porteurs de titres¹⁵¹³. La déclaration de conformité de l'offre fut alors conditionnée à ce que l'initiateur s'engage à ne pas déposer de nouvelle offre visant CFAO à un prix par action supérieur à 37,50 € après clôture de son offre, et à ne pas céder sa participation dans CFAO à des conditions pouvant faire bénéficier la société PPR d'un complément de prix¹⁵¹⁴. Ce faisant, l'AMF préserva l'égalité de traitement des destinataires de l'offre devant la contrepartie fixée.

473. Égalité et prix plancher. La situation des actionnaires concernés par l'offre déposée constitue normalement la seule unité de mesure à l'aune de laquelle il convient d'apprécier le respect du principe d'égalité par l'initiateur. La situation des actionnaires concernés par l'offre et celle des actionnaires ayant d'ores et déjà cédé leurs titres au jour où l'offre est déposée n'étant pas identique, l'exigence d'égalité n'interdit pas de retenir une contrepartie différente pour les deux hypothèses. Une nuance doit être apportée lorsqu'un prix plancher s'impose à l'initiateur d'une offre publique. En effet, lorsque la réglementation

¹⁵¹¹ Art. 3 1° a) Dir. 2004/25/CE, *préc.*

¹⁵¹² Th. BONNEAU, P. PAILLER, et *alii*, *Droit financier*, *op cit.*, n°1162.

¹⁵¹³ AMF, *Rapport annuel* 2012, p.103.

¹⁵¹⁴ AMF, déc. n°212C1363, 16 oct. 2012, *CFAO*.

exige que la contrepartie proposée soit au moins égale au prix le plus élevé payé par l'initiateur sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'offre¹⁵¹⁵, l'exigence d'égalité évolue. La fixation d'une contrepartie minimale, qui vise à harmoniser la situation des cédants du contrôle avec celle des destinataires de l'offre, entraîne une mutation du principe. Dans cette situation particulière, l'exigence se mue en égalité des chances de bénéficier de la prime de contrôle et interdit alors toute différence de traitement entre les cédants des actions de contrôle et les titulaires d'actions ne conférant pas le contrôle, sauf lorsqu'une dérogation au prix plancher est admise. L'égalité traduit alors très largement l'impératif de protection des actionnaires minoritaires.

474. Illustrations. La jurisprudence rend compte de plusieurs manifestations de cette égalité particulière. On en trouve une trace dans le contentieux qui a entouré l'offre publique sur les titres de la société Hubert Industries. L'affaire débute le 2 avril 1992, lorsque deux actionnaires décident de céder à la société H. Finance et Participation (« HFP »), qui détenait déjà 0,6 % du capital de la société Hubert Industries, 49,5 % du capital de cette société au prix de 88,36 francs par action. Les modalités de paiement du prix de cession des titres étaient complexes. Tandis que 10 % du prix étaient payables comptant, 80 % l'étaient en quatre annuités et le reste se trouvait bloqué au titre d'une garantie de passif. L'acquisition effectuée portant la participation de la société HFP au-delà du seuil critique de 50 % du capital de la société Hubert Industries, le dépôt d'une garantie de cours s'imposait à un prix au moins égal à celui payé pour l'acquisition du bloc de contrôle¹⁵¹⁶. Après avoir tenté d'échapper à cette obligation, la société HFP se résigna à déposer un projet de garantie de cours à un prix égal aux 10 % du prix de cession payés comptant par l'initiateur. Le Conseil des bourses de valeurs observa cependant que les cédants du bloc de contrôle avaient en réalité perçu 90 % du prix de la cession en escomptant les billets à ordre souscrits par la société HFP pour les 80 % du prix payables à terme. Le Conseil demanda en conséquence à l'initiateur de la garantie de cours de déposer au plus vite un projet de garantie de cours à un prix représentant ces 90 %. Malgré cette demande et plusieurs décisions judiciaires en ce sens¹⁵¹⁷, la société HFP refusa de s'exécuter. À la suite du président du tribunal de grande instance¹⁵¹⁸, la Cour d'appel de Paris considéra alors que « la carence de la société [portait] atteinte aux droits des épargnants en violant le principe d'égalité des actionnaires qui implique que les actionnaires minoritaires doivent se voir offrir la possibilité de vendre leurs titres au même prix et à la

¹⁵¹⁵ Art. 234-6 RG AMF.

¹⁵¹⁶ Art. 5-4-2 anc. Règl. CBV n°89-03.

¹⁵¹⁷ CA Paris, n°93/018290, 22 févr. 1994 ; *Bull. Joly Bourse* mai 1994, p.281, note F. Peltier ; Cass. Com., n°94-12.287, 2 juill. 1996 ; *Bull. Joly Bourse* sept. 1996, p.505, note G. L.

¹⁵¹⁸ TGI Paris, ord. 5 août 1994, *JCP E* 1994, II, 623, obs. A. Viander ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1994, p.597, note C. Ducouloux-Favard ; *Dr. Soc.* déc. 1994, comm. 209, note H. Hovasse.

même époque que les vendeurs du bloc majoritaire »¹⁵¹⁹. Les juges du fond ordonnèrent en conséquence à la société HFP de déposer d'une garantie de cours à un prix égal à celui réellement touché par les cédants du bloc de contrôle, majoré d'intérêts moratoires afin de corriger le retard pris par la société dans l'exécution de ses obligations. La Cour de cassation autorisa également l'octroi d'intérêts moratoires en ce qu'ils permettaient de placer rétrospectivement les actionnaires non-contrôlares dans la même situation que celle des actionnaires ayant cédé le contrôle en supprimant les effets du retard pris par l'initiateur¹⁵²⁰. L'affaire témoigne ainsi de la portée particulière du principe d'égalité en présence d'un prix plancher.

475. Cette solution, rendue en matière de garantie de cours, trouve toujours à s'appliquer en droit positif. La décision rendue le 2 mars 2021 à l'occasion de l'offre obligatoire de Rainbow Holding sur les titres de la société Microwave Vision le confirme¹⁵²¹. En l'espèce, l'initiateur de l'offre avait acquis plusieurs blocs de titres Microwave et s'était engagé à cette occasion à verser un complément de prix aux cédants dans l'hypothèse où, dans les douze mois suivant la cession, il viendrait à réaliser une offre publique à un prix par action supérieur à celui versé aux cédants. Les destinataires de l'offre ne bénéficiant pas d'un tel avantage, l'accord était susceptible de heurter l'exigence d'égalité. En effet, dans l'hypothèse où, dans les douze mois suivant la réalisation de l'acquisition des blocs de contrôle, l'initiateur viendrait à faire suivre sa première offre d'une seconde offre publique déposée à un prix plus attractif, les destinataires de la première offre seraient privés de tout complément de prix contrairement aux cédants du bloc de contrôle. Afin d'assurer une stricte identité de traitement entre les cédants du bloc de contrôle et les destinataires de l'offre, l'autorité de marché obtint alors de l'initiateur qu'il « s'engage à ne pas déposer une offre publique d'achat autre que la présente offre à un prix unitaire supérieur au prix d'offre dans les douze mois suivants la date de réalisation de l'acquisition des blocs, de sorte qu'aucun complément de prix ne sera dû aux vendeurs »¹⁵²². Une précision identique figure dans la note d'information de l'initiateur de l'offre déposée sur l'Olympe Lyonnais en juillet 2023¹⁵²³. Si l'exigence d'égalité n'est pas mentionnée, il reste que c'est bien elle qui explique, de nouveau, ces engagements singuliers.

¹⁵¹⁹ CA Paris, 18 sept. 1995 ; *Rev. dr. banc. et bourse* janv.-févr. 1996, p.28, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1995, p.511, note P. Le Cannu.

¹⁵²⁰ Cass. Com., n°95-21.289, 24 févr. 1998, *préc.*

¹⁵²¹ AMF, déc. n°221C0465, 2 mars 2021, *Microwave Vision*.

¹⁵²² Rainbow Holding, *Projet de note d'information*, 29 janv. 2021, p.7.

¹⁵²³ AMF, déc. 223C1125, 18 juill. 2023, *Olympe Lyonnais Groupe* ; Eagle Football Holdings Bidco Ltd, *Note d'information*, 18 juill. 2023, p.24.

2. À situation dissemblable, traitement distinct

476. Égalité relative et critères de différenciation. À l'instar de l'égalité qui a cours en droit des sociétés, le caractère relatif du principe d'égalité en droit des offres ne s'oppose pas à ce que des situations dissemblables reçoivent un traitement juridique distinct. L'égalité de traitement supposant une identité de condition, une rupture d'égalité n'est caractérisée que lorsqu'un initiateur entend régler différemment le sort de deux personnes placées dans une même situation. La société Prologue fut ainsi condamnée pour avoir violé l'égalité en opérant une discrimination entre plusieurs actionnaires d'une même catégorie : « en se réservant ainsi la possibilité de ne choisir que les actionnaires pouvant apporter un nombre de titres minimum, au préjudice des petits porteurs, la société Prologue a méconnu le principe d'égalité de traitement prévu par la réglementation boursière »¹⁵²⁴. Dans tous les autres cas, et à condition que les distinctions introduites soient objectivement justifiées, des différences de traitement sont possibles. Pour être justifiées, les disparités de traitement doivent reposer sur des critères de différenciation qui évitent l'introduction de discriminations arbitraires. L'examen de la pratique décisionnelle permet de dégager trois familles de critères qui, tout en respectant le principe d'égalité, autorisent les initiateurs à séparer les destinataires de l'offre en plusieurs sous-ensembles et à leur appliquer un traitement différent.

477. Différenciation fondée sur la qualité du titulaire des titres. La première justification admise pour opérer une distinction tient à l'éventuelle qualité supplémentaire que revêt le titulaire des titres. Lorsqu'il n'agit pas seulement en sa qualité d'actionnaire, la jurisprudence admet qu'il puisse bénéficier, du fait de la fonction complémentaire qu'il exerce, d'une contrepartie différente de celle proposée aux autres destinataires de l'offre.

478. L'affaire *Devanlay* illustre la faculté reconnue à l'initiateur d'opérer une différenciation par la fonction supplémentaire qu'occupent un ou plusieurs actionnaires¹⁵²⁵. En l'espèce, l'initiateur d'une offre avait accordé une garantie de prix à l'un des actionnaires de la société visée, qui se trouvait être un établissement bancaire qui apportait son concours à l'offrant pour l'acquisition et la détention momentanées des titres visés par l'offre. Cette garantie assurait à l'établissement bancaire en question de ne subir aucune perte lors de l'apport de ses titres à l'offre. L'offre publique déposée se limitait aux deux tiers du capital de la cible, ce qui entraînait une réduction proportionnelle des ordres d'apport¹⁵²⁶. Or,

¹⁵²⁴ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°193.

¹⁵²⁵ CA Paris, 24 juin 1991, *Devanlay SA/Galerie Lafayette* ; *RJC* 1991, p.305, note Ch. Goyet ; *JCP E* 1991, II, 215, note Th. Forschbach ; *Rev. Soc.* 1992, p.70, note D. Carreau et J.-Y. Martin.

¹⁵²⁶ À l'époque, les offres partielles étaient encore autorisées. Elles furent supprimées un an plus tard.

l'établissement bancaire se trouvait être le seul actionnaire qui, du fait de la garantie octroyée, ne subirait aucun préjudice lié à la réduction opérée. À simplement comparer la situation de cet actionnaire avec celle des autres destinataires de l'offre, la rupture d'égalité était patente. La Cour d'appel de Paris considéra pourtant que cet établissement de crédit avait agi exclusivement pour le compte de l'initiateur, et que les avantages consentis à cet actionnaire n'étaient que la rémunération de son concours pour l'acquisition et la détention momentanée des titres. Par conséquent, les magistrats se détachèrent de la seule qualité d'actionnaire pour prendre également en considération celle de prestataire. L'actionnaire en cause ayant rendu un service que les autres titulaires de titres n'avaient pas effectué, il se trouvait dans une situation objectivement dissemblable qui autorisait alors l'initiateur à lui proposer des conditions financières plus favorables qu'aux autres destinataires de l'offre. Ce constat opéré, la cour d'appel n'avait alors plus à se préoccuper de l'égalité de traitement, exigence qui ne joue qu'en présence de situations semblables¹⁵²⁷.

479. Depuis cette affaire, les différenciations fondées sur la qualité des destinataires d'une offre ont pris diverses formes. La fonction de direction exercée par certains actionnaires de la société cible a par exemple permis de réserver un sort particulier à ces derniers sans attenter à l'exigence d'égalité. La jurisprudence a ainsi reconnu la licéité du mécanisme consistant à faire remonter les dirigeants actionnaires de la société dans la holding d'acquisition¹⁵²⁸. La fonction de direction exercée par certains actionnaires a également pu justifier que leur soit réservés un intéressement sur résultats futurs¹⁵²⁹, une rémunération supplémentaire en contrepartie d'un engagement de non-concurrence¹⁵³⁰, l'attribution gratuite d'actions¹⁵³¹ ou l'accès à des actions de préférence¹⁵³², sans que ces avantages heurtent pour autant le principe d'égalité. Ces différences de traitement ne sont toutefois possibles que si elles prennent en compte un risque opérationnel, qu'elles sont limitées aux actionnaires dirigeants et qu'elles n'octroient pas de conditions de sortie plus avantageuses que celles fixées dans le cadre de l'offre¹⁵³³.

¹⁵²⁷ D. CARREAU, J.-Y. MARTIN, « Contrôle judiciaire des décisions du CBV, action de concert, contrôle majoritaire en droits de vote et critère de partage des procédures de garanties de cours et d'OPA obligatoires », *Rev. Soc.* 1992, p.70, *spéc.* n°21.

¹⁵²⁸ AMF, déc. n°208C1095, 5 juin 2008, *Leon de Bruxelles* ; CA Paris, n°2009/02354, 16 juin 2009, *préc.* Sur cette pratique v. D. MARTIN, B. KANOVITCH, G. GIULIANI, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2012/1, p.70 et s., *spéc.* p.72 et s.

¹⁵²⁹ CMF, déc. n°203C1118, 24 juill. 2003, *AES Laboratoire Groupe* ; AMF, déc. n°220C3966, 29 sept. 2020, *Médicréa International*.

¹⁵³⁰ AMF, déc. n°207C0334, 20 févr. 2007, *Sasa Industrie*.

¹⁵³¹ AMF, déc. n°213C1735, 13 nov. 2013, *Caméléon Software*.

¹⁵³² AMF, déc. n°213C1052, 23 juill. 2013, *Theolia*.

¹⁵³³ AMF, *Rapport annuel* 2005, p.108 ; *Rapport annuel* 2014, p.97.

480. Différenciation fondée sur les caractéristiques des titres visés. Parce qu'une action n'est pas équivalente à un bon de souscription d'action ou à une obligation convertible, l'initiateur d'une offre publique est également libre de retenir des contreparties distinctes pour chaque catégorie de titres visés par l'offre. Une différence de nature entre les titres¹⁵³⁴, comme le fait que certaines actions aient été amorties avant d'autres¹⁵³⁵, ou que certains titres soient pourvus du droit de vote tandis que d'autres en sont privés¹⁵³⁶, peut ainsi justifier une différence dans la contrepartie proposée.

481. Différenciation fondée sur les modalités d'acquisition des titres ou de versement du prix. Enfin, les modalités proposées par l'initiateur pour l'acquisition des titres ou pour le versement de la contrepartie autorisent aussi l'initiateur à traiter différemment les destinataires d'une offre, à la condition toutefois que ces derniers demeurent libres de choisir entre les différentes modalités proposées. Dans le cadre d'une offre publique simplifiée, le principe d'égalité ne fait pas obstacle à ce qu'un initiateur propose une contrepartie différente selon que les actionnaires apportent leurs titres à l'offre par cession sur le marché ou suivant la procédure semi-centralisée, et qu'il ne réserve un éventuel complément de prix qu'à ceux ayant opté pour cette dernière modalité¹⁵³⁷. De la même façon, il est admis qu'un initiateur puisse proposer aux destinataires de l'offre une option entre un paiement immédiat des titres ou un paiement à terme, et qu'un avantage soit conféré à ceux qui accepteraient un paiement différé¹⁵³⁸. De nouveau, la dissemblance de situation autorise la différence de traitement.

482. Différence de traitement et traitement inégalitaire. Avant de terminer l'étude de cet aspect du principe d'égalité, une précision doit encore être apportée. Si l'exigence ne fait pas obstacle à ce qu'une différence de traitement soit introduite entre deux catégories de titulaires de titres, elle interdit néanmoins de privilégier indument une catégorie par rapport à l'autre. Traitement distinct ne signifie pas traitement inégalitaire : les différences de traitement autorisées ne font pas pour autant disparaître toute exigence égalitaire¹⁵³⁹. L'offre publique réalisée sur les titres de la société Legrand en rend compte.

¹⁵³⁴ AMF, déc. n°211C2228, 13 déc. 2011, *Foncière Paris France*.

¹⁵³⁵ V. déjà SBF, avis n°91-3594, 29 nov. 1991, *Eaux Minérales de Vittel* ; Adde AMF, déc. n°207C1201, 26 juin 2007, *Bricorama*.

¹⁵³⁶ COB, *Rapport annuel* 1991, p.148.

¹⁵³⁷ AMF, déc. n°208C2039, 13 nov. 2008, *Cross Systems Compagnie* ; déc. n°213C0223, 19 févr. 2013, *Klémurs SCA*.

¹⁵³⁸ V. par ex. AMF, déc. n°205C0471, 23 mars 2005, *Gecina*.

¹⁵³⁹ D. SCHMIDT, « OPE : contrôle judiciaire de la parité admise par une autorité de marché », *Bull. Joly Soc.* juill. 2001, p.796, *spéc.* n°25.

483. Au début de l'année 2001, la société Schneider décida de déposer une offre publique d'échange sur les titres de la société Legrand. L'offre distinguait, comme le principe d'égalité l'autorise, deux catégories de titres dont les caractéristiques différaient : les actions ordinaires d'une part, et les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (« ADP ») d'autre part. L'initiateur proposait d'acquérir les actions ordinaires sur la base d'une parité d'échange de deux actions Legrand contre sept actions Schneider, et proposait deux actions Schneider pour une ADP Legrand. Le cœur du contentieux ne résidait pas dans la plus faible parité proposée pour les ADP, mais dans la divergence entre les critères retenus pour déterminer chacune des parités d'échange. En effet, si la parité fixée pour les actions ordinaires Legrand avait été calculée en prenant en considération le cours de bourse selon plusieurs moyennes observées sur la période de 12 mois précédant le dépôt du projet, les dividendes distribués, l'actif et les résultats nets consolidés, la parité propre aux ADP passait sous silence cette dernière référence. Le Conseil des marchés financiers considéra que les actions ordinaires et les ADP appartenaient à deux catégories distinctes et qu'elles étaient appréciées comme telles par le marché. Il déclara en conséquence le projet d'offre recevable¹⁵⁴⁰. Les titulaires d'ADP s'estimèrent toutefois lésés par la parité retenue. Ils saisirent alors la Cour d'appel de Paris pour obtenir l'annulation de la décision de recevabilité. Sans condamner la distinction opérée entre actions ordinaires et actions à dividende prioritaire, les requérants focalisèrent leurs critiques sur le recours à des critères partiellement différents pour fixer les deux parités ainsi que sur l'absence de justification d'une telle différence. La Cour d'appel de Paris estima que les choix retenus par l'initiateur n'étaient pas conformes à la réglementation « dès lors qu'ils ne font pas apparaître en quoi il est justifié de recourir à des critères partiellement différents pour évaluer les rapports d'échange des actions ordinaires et des actions à dividende prioritaire [...] et d'appliquer celui tiré des résultats nets consolidés à la première mais non à la seconde catégorie de titres »¹⁵⁴¹. Cette affirmation invite à formuler deux remarques quant à la portée du principe d'égalité devant la contrepartie.

484. Il convient de préciser en premier lieu que ce considérant ne nie pas la possibilité de distinguer action ordinaire et action à dividende prioritaire. La solution rendue admet parfaitement la distinction entre ces titres et n'interdit pas de recourir à des critères partiellement différents pour évaluer le prix ou la parité d'échange de ces deux catégories de titres. La solution condamne seulement l'absence de justification quant au choix de critères différents pour fixer ce prix ou cette parité. En annulant la décision de recevabilité de l'offre, la cour d'appel reproche au Conseil des marchés financiers d'avoir omis de préciser les « considérations de droit et de fait qui [...] constituent le fondement [de la décision] et qui

¹⁵⁴⁰ CMF, déc. n°201C0701, 14 juin 2001, *Legrand*.

¹⁵⁴¹ CA Paris, 3 mai 2001, *préc.*

permettent d'en contrôler la légalité ». Pour reprendre la très juste remarque d'un commentateur, « c'est la justification de l'écart de parité qui était en cause et c'est la motivation correspondante que la Cour de Paris place sous la lentille de son microscope »¹⁵⁴². La cour d'appel ne dit pas autre chose, et ne reproche pas à l'initiateur d'avoir distingué action ordinaire et action à dividende prioritaire, distinction au demeurant admise depuis le début des années 1990¹⁵⁴³. On ne saurait alors voir dans cette solution le postulat selon lequel l'exigence d'égalité commanderait de traiter également des objets inégaux¹⁵⁴⁴. Ce qui est ici sanctionné, c'est la différence, *a priori* arbitraire, dans le choix des critères retenus pour fixer les parités d'échange des actions ordinaires et des ADP.

485. En second lieu, cette solution ne saurait être interprétée comme posant une interdiction absolue d'utiliser des critères différents pour apprécier la valeur de deux titres distincts. La décision exige seulement que les initiateurs précisent en quoi il apparaît légitime de recourir à des critères distincts pour l'évaluation des titres¹⁵⁴⁵. La différence de nature entre les titres visés par l'offre ouvre la possibilité de recourir à des critères d'évaluation différents, à condition toutefois que la différence dans le choix des critères puisse être justifiée. C'est en ce sens que l'on peut comprendre un arrêt rendu le 20 novembre 1991 par la Cour d'appel de Paris¹⁵⁴⁶. En l'espèce, la cour avait à connaître d'une garantie de cours qui portait sur les titres d'une société mère et qui fut par suite étendue aux titres de sa filiale. Pour apprécier le respect du principe d'égalité entre les actionnaires de la société mère et de la filiale, pourtant placés dans une situation différente, les juges retinrent une logique proche de celle développée dans l'affaire Legrand. Ils estimèrent que l'extension de la garantie de cours de la société mère à la filiale devait permettre aux actionnaires de la filiale « de négocier leurs titres dans des conditions préservant une égalité de traitement avec ceux de la société-mère, sans pour autant que chacune des deux catégories d'actionnaires, placée dans une position différente, soit traitée de manière identique ». Dit autrement, si l'existence de catégories différentes d'actionnaires peut justifier un traitement différencié, cette situation n'autorise pas pour autant à privilégier indument une catégorie sur une autre¹⁵⁴⁷. Lorsqu'un initiateur souhaite traiter différemment les destinataires de l'offre vis-à-vis de la contrepartie

¹⁵⁴² A. VIANDIER, « Insuffisance de la motivation de la décision du CMF de recevabilité d'une OPE réservant un traitement différent aux actions à dividende prioritaire par rapport aux actions ordinaires », *JCP E* juin 2001, p.1046, *spéc.* n°17.

¹⁵⁴³ C'est ainsi que dans une offre sur la société CSEE, l'initiateur avait, sans que l'autorité y trouve à redire, proposé d'acquérir les actions à dividende prioritaire de la société visée pour un prix correspondant à 75% de celui offert pour une action ordinaire (COB, *Rapport annuel* 1991, p.148).

¹⁵⁴⁴ Ch. GOYET, N. RONTCHEVSKY, « Contrôle de la recevabilité des offres publiques d'échange », *RTD Com.* 2001, p.727 et s., *spéc.* p.734.

¹⁵⁴⁵ D. SCHMIDT, « OPE : contrôle judiciaire de la parité admise par une autorité de marché », *préc.*, n°18.

¹⁵⁴⁶ CA Paris, 20 nov. 1991, *SA Maison A. Baud c/ Bolloré Technologies SA* ; *Bull. Joly Soc.* janv. 1992, p.69, note P. Le Cannu.

¹⁵⁴⁷ D. SCHMIDT, « OPE : contrôle judiciaire de la parité admise par une autorité de marché », *préc.*, n°25.

fixée, il doit dès lors produire une motivation à un double niveau en expliquant à la fois pourquoi une différence de traitement est opérée entre plusieurs porteurs de titres, et en quoi l'éventuelle disparité des critères retenus pour l'évaluation des titres se justifie.

3. L'éventuelle consécration d'une égalité absolue devant la prime ou la décote

486. Évolution potentielle du principe d'égalité devant la contrepartie. Si les conséquences qui découlent du principe d'égalité devant la contrepartie ont été précisées, une affaire récente invite à s'interroger sur une éventuelle mutation du principe. Pour bien saisir les données du sujet qui nous intéresse maintenant, il faut repartir d'un arrêt rendu le 27 juin 2013 par la Cour d'appel de Paris¹⁵⁴⁸.

Appelée à se prononcer sur la pertinence des critères retenus pour déterminer le prix proposé par Icade dans son offre publique sur les titres de la société Silic, la cour d'appel remarque « qu'aucun texte ne prévoit [...] que le prix finalement proposé à la suite de la mise en œuvre de [la méthode multicritères] inclut obligatoirement, par principe, une prime de contrôle » et précise en conséquence que le fait que les évaluations retenues fassent apparaître « des primes relativement faibles n'est pas de nature à remettre en cause la parité de l'offre dès lors que celle-ci [...] est corroborée [...] par une analyse multicritères mise en œuvre [...] sur la base de critères homogènes ». Cette position, cohérente, autorise les initiateurs à fixer une contrepartie incluant une prime ou une décote pour l'ensemble des titres visées par l'offre dès lors que la contrepartie ainsi fixée résulte de la mise en œuvre d'une analyse multicritères. La formule laisse toutefois planer une interrogation : si la jurisprudence tolère l'existence d'une prime appliquée à l'ensemble des titres visés par une offre, admet-elle qu'une disparité devant cette prime puisse avoir lieu en présence de différentes catégories de titres ? Autrement dit, l'égalité s'oppose-t-elle à ce qu'une catégorie de porteurs de titres bénéficie d'une contrepartie intégrant une prime tandis que d'autres porteurs se voient proposés une contrepartie flanquée d'une décote ? À raisonner sur la portée traditionnellement reconnue à l'égalité de traitement devant la contrepartie, la réponse ne peut être que négative. Le principe d'égalité ne prohibe que les discriminations arbitraires. Il n'interdit pas de traiter distinctement des situations dissemblables. Le caractère relatif de l'égalité devrait donc autoriser un initiateur à fixer une prime ou une décote propres à chaque catégorie de titres visés par l'offre dès lors que la différence de traitement trouve sa justification dans la différence de nature des titres. C'est pourtant une autre réponse qui semble avoir été fournie par l'AMF à l'occasion de l'offre publique sur la société O2i.

¹⁵⁴⁸ CA Paris, n°2012/08324, 27 juin 2013, *préc.*

487. L'offre sur la société O2i et l'égalité devant la prime ou la décote. En l'espèce, la société Prologue avait déposé un projet d'offre publique visant la totalité des actions, obligations convertibles (« OC ») et bons de souscription ou d'acquisition d'actions remboursables (« BSAAR ») de la société O2i. La parité fixée consistait en un échange de trois actions Prologue contre deux actions O2i, de trois actions Prologue contre deux OC O2i plus le versement d'une soulte correspondant au coupon couru, ainsi qu'en un achat des BSAAR O2i au prix unitaire de 0,05 €. L'autorité de marché refusa de déclarer le projet d'offre conforme aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur¹⁵⁴⁹. Pour rejeter le projet déposé, l'AMF se fonda sur un certain nombre de motifs, tels que le rapport du commissaire aux apports qui relevait le caractère inéquitable de la parité d'échange, le manque de cohérence entre les actions et les objectifs annoncés par l'initiateur ou encore le caractère incomplet et incohérent de l'information délivrée par celui-ci. C'est toutefois un dernier motif qui retient l'attention. Après avoir relevé que le rapport de l'expert indépendant concluait au caractère inéquitable de l'offre pour les porteurs de titres de la société O2i, l'AMF remarqua que « s'agissant des conditions financières dans lesquelles sont visées les BSAAR et les OC O2i, l'expert indépendant les valorise respectivement à 0,17 € et 2,99 € [...], soit pour les BSAAR une décote induite par l'offre de 71 % et pour les OC une fourchette de décote comprise entre 3 % et 41 %, tandis que l'établissement présentateur, par une méthode similaire obtient une valeur comprise entre 0,14 € et 0,29 € par BSAAR, soit une décote comprise entre 64 % et 83 % et assimile les OC O2i aux actions O2i, hors coupon couru ; que dans ces conditions, s'agissant des BSAAR et des OC, le projet d'offre ne préserve pas les intérêts de ces porteurs de titres ».

488. Deux interprétations de cette dernière observation sont concevables. Il est d'abord possible de considérer que la remarque n'entretient aucun lien avec le principe d'égalité. Suivant cette première interprétation, l'AMF se contenterait ici, en soulignant les divergences entre les résultats obtenus par l'expert indépendant et l'établissement présentateur, de critiquer la pertinence des parités d'échange retenues et la cohérence des critères choisis pour les fixer. Une seconde interprétation est néanmoins possible. En énonçant que le projet d'offre ne préservait pas les intérêts des porteurs de BSAAR et d'OC en ce que leurs titres seraient soumis à une importante décote, tout en remarquant incidemment que les actionnaires *stricto sensu* bénéficiaient quant à eux d'une prime en cas d'apport de leurs titres, l'autorité pourrait considérer, en négatif, que l'égalité de traitement interdirait d'attribuer une prime à certains porteurs alors que d'autres subiraient une importante décote. C'est en tout cas un des enseignements de la décision que dégage un auteur, qui voit dans l'observation de l'AMF la consécration d'un « principe implicitement posé, selon lequel

¹⁵⁴⁹ AMF, déc. n°215C0390, 2 avr. 2015, O2i.

certaines porteurs ne peuvent, à l'exclusion d'autres, supporter d'importantes décotes. Actionnaires et porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital devront être uniformément traités s'agissant des primes et/ou décotes concédées aux uns ou aux autres »¹⁵⁵⁰. Les arrêts rendus par la Cour d'appel de Paris¹⁵⁵¹ et la Cour de cassation¹⁵⁵² confortent cette seconde interprétation. Loin de revenir sur l'appréciation retenue par l'AMF, les juges estimèrent également que le projet d'offre ne préservait pas les intérêts des porteurs d'OC et de BSAAR. Il y aurait donc glissement dans l'application du principe d'égalité de traitement, qui imposerait désormais, lorsqu'une prime est stipulée, d'ouvrir le bénéfice de celle-ci à tous les destinataires de l'offre sans distinction possible.

489. Critique de la consécration éventuelle d'une égalité parfaite devant la prime ou la décote. Si l'on est forcé d'admettre que l'affirmation demeure discrète, il pourrait résulter de cette décision que l'ensemble des porteurs de titres visés par une offre doivent à l'avenir être placés dans une parfaite égalité devant les décotes ou primes proposées. Octroyer une telle dimension au principe d'égalité serait pourtant regrettable pour au moins deux séries de raisons. Cela reviendrait d'abord à dénaturer la notion d'égalité. L'égalité qui régit le droit des sociétés et celle qui s'impose en période d'offre ne s'opposent pas aux traitements distincts de titulaires de titres placés dans une situation dissemblable¹⁵⁵³. Les titulaires d'actions étant, par définition, dans une situation différente de celle propre aux porteurs de BSAAR ou d'OC, affirmer qu'en cas de prime ou de décote d'une catégorie de titres, les autres catégories devraient tout autant en bénéficier, contredit le caractère relatif de l'égalité. La différence de caractéristiques entre deux titres distincts constituant un critère objectif de différenciation¹⁵⁵⁴, cette différence devrait autoriser l'initiateur d'une offre à fixer des primes ou des décotes distinctes lorsque l'espèce considérée le justifie. Retenir une égalité parfaite devant la prime ou la décote amènerait ensuite les autorités financières à s'aventurer en eaux troubles. Assurer le respect d'une parfaite égalité devant la majoration ou minoration de la valeur des titres semble en effet bien difficile : revient-il aux autorités de sanctionner les seuls écarts importants ? Faut-il au contraire une intervention à chaque fois qu'un écart est constaté ? Comment mesurer avec exactitude cet écart lorsque l'on sait la difficulté qu'éprouvent les experts à déterminer avec précision la prime ou la décote qu'il convient d'affecter à chaque titre ? Sauf à vouloir dénaturer la notion d'égalité et s'engager dans un combat perdu d'avance, il faut alors souhaiter que cette interprétation de la décision rendue

¹⁵⁵⁰ M. MICHINEAU, « Champ et teneur du contrôle des conditions financières d'une offre publique en présence de valeurs mobilières donnant accès au capital », *Rev. Soc.* 2019, p.114, *spéc.* n°12.

¹⁵⁵¹ CA Paris, n°2015/07617, 10 sept. 2015 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2016, p.212, note V. Ramonéda.

¹⁵⁵² Cass. Com., n°15-26.273, 3 mai 2018 ; *Rev. Soc.* 2019, p.114, note M. Michineau.

¹⁵⁵³ V. *supra* n°458 et s., n°476 et s.

¹⁵⁵⁴ V. *supra* n°480.

par l'AMF soit inexacte et qu'aucune égalité devant les primes ou décotes n'ait été et ne soit jamais consacrée.

B. L'égalité devant la contrepartie dans l'offre de retrait obligatoire

490. Annonce. Les développements relatifs à l'égalité devant la contrepartie en matière d'offre d'achat, d'échange, et de retrait sont transposables aux retraits obligatoires. Lors de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, le principe d'égalité implique aussi de proposer une contrepartie identique aux actionnaires placés dans une même situation et admet dans le même temps qu'une différence de traitement puisse avoir lieu si elle se trouve objectivement justifiée. Dans cette procédure particulière, l'égalité revêt néanmoins une dimension supplémentaire. Après avoir confondu le principe d'égalité avec la notion de juste prix (1), la jurisprudence dote désormais ce principe d'une coloration singulière lorsqu'il est mis en œuvre dans le cadre d'un retrait obligatoire (2).

1. La confusion initiale entre égalité et juste prix

491. L'origine de la confusion entre égalité et juste prix. Introduit par la loi du 31 décembre 1993, le retrait obligatoire a longtemps nourri la vindicte des actionnaires minoritaires qui invoquèrent le principe d'égalité afin de contester l'indemnité fixée dans le cadre de la procédure. Cherchant à contenir le contentieux en la matière, les autorités financières ont alors entretenu une malheureuse confusion entre l'exigence d'égalité et celle de juste prix.

On trouve trace de cette confusion dès 1995, lorsque la Cour d'appel de Paris eut à connaître de l'un des premiers contentieux relatifs aux retraits obligatoires¹⁵⁵⁵. Alors qu'elle avait à se prononcer sur l'indemnité à attribuer aux actionnaires pour le rachat forcé de leurs titres, la cour d'appel considéra que le caractère équitable de l'indemnité résidait dans le fait que celle-ci entrait « en correspondance avec la valeur du bien cédé » et répondait « à l'obligation de respect de l'égalité entre les actionnaires ». L'affirmation laissait donc penser que, pour être recevable, l'indemnité devait répondre à deux exigences distinctes : être à la fois juste, c'est-à-dire correspondre à la valeur des titres concernés par le rachat, et conforme

¹⁵⁵⁵ CA Paris, n°95/2112, 16 mai 1995, *préc.* Le pourvoi contre cette décision fut rejeté par la Chambre commerciale (Cass. Com., n°95-15.220, 29 avril 1997 ; *Bull. Joly Bourse* mai 1997, p.391, note L. Faugérolas ; *Rev. Soc.* 1998, p.337, note F. Bucher ; D.1998, p.334, note M. Nussenbaum).

au principe d'égalité. Pourtant, lorsque l'on s'attarde sur l'appréciation opérée par la cour d'appel, une assimilation entre les deux exigences de juste prix et d'égalité ressort de l'arrêt. En effet, après avoir affirmé que la méthode multicritères utilisée pour l'évaluation des titres devait « tenir compte des critères connus, objectifs, mis en œuvre de manière homogène et adaptés à chaque cas », la cour apprécia la mise en œuvre de cette méthode dans le cas d'espèce et considéra que l'évaluation retenue était conforme aux exigences susmentionnées. Elle déclara en conséquence « que le principe fondamental de l'égalité entre actionnaires [avait] ainsi été respecté ». Or, affirmer que l'exigence d'égalité est satisfaite dès lors que l'indemnité retenue est juste revient à confondre la question du juste prix avec celle de l'égalité. Un commentateur de l'arrêt observa d'ailleurs qu'il aurait été plus correct d'invoquer seulement la nécessité d'une juste indemnisation : « Ni l'équité, ni l'égalité n'ont de rôle à jouer en cette matière et le moraliste doit s'effacer derrière le comptable »¹⁵⁵⁶. Le comptable reprit fort heureusement ses droits et la confusion entre les deux notions prit fin trois années plus tard.

492. La fin de la confusion entre égalité et juste prix. Un arrêt rendu le 3 juillet 1998 permit de revenir sur l'assimilation opérée entre égalité et juste prix¹⁵⁵⁷. En l'espèce, une procédure pénale était en cours au jour du dépôt du projet de retrait obligatoire. Après avoir rappelé que la méthode d'évaluation multicritères visait, « par l'application de critères connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples, à déterminer un juste prix, en affectant chacun des critères définis par la loi des pondérations appropriées à l'espèce », les juges précisèrent qu'une procédure judiciaire pouvait affecter la recevabilité d'une offre si la preuve était rapportée que cette circonstance constituait un élément de valorisation de la société qui aurait dû être pris en compte pour établir le prix auquel l'offre devait être libellée. Estimant qu'une telle preuve n'avait pas été rapportée en l'espèce, les magistrats confirmèrent le caractère juste et équitable de l'indemnité fixée avant de constater « l'absence de conséquences irréversibles causées aux actionnaires minoritaires par le retrait obligatoire ». Si la référence quelque peu énigmatique à la notion de « conséquences irréversibles » peut surprendre, force est de constater que l'assimilation entre juste prix et traitement égalitaire semble avoir pris fin et qu'une nouvelle exigence, celle d'absence de conséquences irréversibles pour les minoritaires, remplace désormais celle d'égalité.

¹⁵⁵⁶ A. VIANDIER, « Retrait obligatoire : à propos de l'affaire Sogenal », *préc.*, n°22.

¹⁵⁵⁷ CA Paris, n°98/10847, 3 juill. 1998, *préc.*

2. La dimension particulière de l'égalité dans l'offre de retrait obligatoire

493. L'affaire CDR Créances. L'arrêt de la Cour d'appel de Paris statuant sur le retrait obligatoire déposé par la société CDR Créances sur les titres CEDP est riche d'enseignements¹⁵⁵⁸. À l'occasion de cette affaire, la cour avait de nouveau à se prononcer sur les conséquences de procédures judiciaires en cours sur la recevabilité d'une offre de retrait. Conformément à sa jurisprudence antérieure, la cour d'appel rappela que de telles procédures pouvaient faire obstacle à l'exercice d'un retrait obligatoire lorsqu'elles constituaient, « un élément de valorisation de la société qui aurait dû être pris en compte pour établir le prix auquel l'offre est libellée » ou si, compte tenu de la nature et de l'objet de ces procédures, « le retrait obligatoire [pouvait] causer aux actionnaires minoritaires des conséquences irréversibles ». Deux conclusions peuvent être tirées de ces affirmations. D'abord, les deux exigences auxquelles fait référence la cour semblent autonomes : loin de se confondre, la possibilité d'établir correctement le prix auquel le retrait doit être libellé et l'absence de conséquences irréversibles paraissent constituer des exigences distinctes et indépendantes. Ensuite, l'appréciation des éventuelles conséquences irréversibles pour les minoritaires paraît s'être substituée à l'exigence d'égalité de traitement. La suite de l'arrêt invite cependant à relativiser ces conclusions.

494. Juste prix et absence de conséquences irréversibles. Pour fonder sa décision, la cour d'appel commença par se référer au prix du retrait obligatoire et à sa détermination, sans mentionner dans ce cadre l'exigence liée à l'absence de conséquences irréversibles du retrait. Elle estima que « compte tenu de la nature des procédures [judiciaires] en cause, de leur objet et de la réserve de l'expert indépendant [qui était en l'espèce incapable d'évaluer correctement la valeur des titres concernés], c'est par une exacte application des dispositions légales [...] que le Conseil des marchés financiers [...], a estimé que [le retrait obligatoire] ne pouvait provisoirement être mise en œuvre ». À première vue donc, la solution ne fait écho qu'aux modalités de détermination du prix du retrait. L'issue des procédures judiciaires en cours auxquelles les actionnaires étaient parties et par lesquelles ils demandaient l'attribution de dommages et intérêts étant trop incertaine, elles empêchaient par conséquent la fixation du juste prix. L'offre de retrait ne pouvait donc être mise en œuvre.

495. Absence de conséquences irréversibles et égalité de traitement. La cour d'appel poursuivit son analyse en se penchant sur les conséquences irréversibles susceptibles de résulter de la mise en œuvre du retrait obligatoire. Elle releva à cette occasion que l'opération envisagée restait soumise au respect du principe d'égalité de traitement, principe qui

¹⁵⁵⁸ CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *préc.*

s'exprimait par le truchement de l'exigence liée à l'absence de conséquences irréversibles. Soulignant que l'opération litigieuse aboutissait, « au mépris du principe de l'égalité des actionnaires », à « priver certains actionnaires contraints de céder leurs titres des produits de l'action judiciaire engagée à leur initiative avant le dépôt de l'offre de retrait », la cour opéra pourtant de nouveau une confusion entre l'exigence d'égalité et celle de juste prix. Par la rupture d'égalité dénoncée, l'arrêt reproche à l'initiateur d'exercer une procédure de retrait susceptible de priver les actionnaires de profits difficilement déterminables qui résulteront éventuellement des procédures judiciaires en cours. L'exigence d'égalité fait alors double emploi avec celle de juste prix, qui ne peut se trouver satisfaite lorsque l'issue de procédures judiciaires est encore trop incertaine et que leurs conséquences pécuniaires, faute de pouvoir être cernées avec précision, font obstacle à la fixation d'une juste indemnité pour le retrait obligatoire. Cela n'a d'ailleurs pas échappé à Monsieur Jean-Jacques Daigre qui, commentant l'arrêt, soulignait que « L'invocation du principe d'égalité des actionnaires semble ne rien ajouter au fondement de la solution »¹⁵⁵⁹.

496. Le sens inédit du principe d'égalité dans le retrait obligatoire. La suite de l'arrêt démontre cependant que la confusion entre l'absence de conséquences irréversibles et l'exigence de juste prix n'est pas totale, et que le principe d'égalité revêt un sens inédit dans le contexte d'un retrait obligatoire. Après avoir usé à tort du principe, la cour d'appel observa que l'initiateur du retrait obligatoire, en souhaitant recourir à un dispositif permettant d'exclure l'ensemble des actionnaires minoritaires, s'assurait de mettre un terme aux différentes procédures judiciaires en cours et d'éviter toute condamnation personnelle. Ainsi, « en cherchant à dessaisir le mandataire *ad hoc*, privé du soutien de ceux qui l'ont fait désigner », l'actionnaire à l'origine du retrait obligatoire se rendait responsable d'une « nouvelle inégalité de traitement entre les actionnaires de la société ». Cette fois, l'inégalité dénoncée n'est pas liée à la dimension financière de l'offre de retrait et ne se confond donc pas avec la question du juste prix. Le principe d'égalité est ici visé afin d'éviter que le retrait ne soit utilisé par l'actionnaire de contrôle pour neutraliser l'action engagée contre lui par le mandataire *ad hoc*¹⁵⁶⁰. Dans ce contexte particulier, l'exigence d'égalité permet d'empêcher que les minoritaires soient déchus de leur qualité d'actionnaires et se voient contraints de défendre leurs droits en lançant de nouvelles procédures dont ni la recevabilité, ni le bien-fondé, n'étaient assurés.

¹⁵⁵⁹ J.-J. DAIGRE, « Droit boursier et des marchés financiers » *JCP E* janv. 2001, p.28 et s., *spéc.* p.31. Pour une observation proche v. B. DESCOURS, « Volet boursier de l'affaire Tapie : la Cour d'appel de Paris confirme la décision du Conseil des marchés financiers protégeant les minoritaires contre un retrait obligatoire illégitime », *Bull. Joly Bourse* janv. 2000, p.354 et s., *spéc.* p.369.

¹⁵⁶⁰ N. RONTCHEVSKY, « Le retrait obligatoire à l'épreuve des procédures en cours et des principes directeurs des offres publiques », *RTD Com.* 2000, p.978 et s., *spéc.* p.984.

L'égalité, intégrée au critère des conséquences irréversibles, n'est donc pas totalement absorbée par l'exigence de juste prix. En s'opposant à ce que le retrait obligatoire ne produise pas de conséquences irréversibles, les autorités s'assurent que la procédure ne constitue pas un moyen commode à la disposition de l'actionnaire qui souhaiterait se débarrasser de minoritaires gênant le contrôle monopolistique de la société. Dans le cadre des retraits obligatoires, le principe d'égalité paraît ainsi revêtir une dimension nouvelle : il impliquerait de garantir un égal accès aux prérogatives attachées à la qualité d'actionnaire. Pourraient être regroupés sous cette catégorie l'ensemble des dispositifs qui permettent à un actionnaire de lutter contre les dérives de la gestion sociale, telles que l'action *ut singuli*, le droit de poser des questions écrites ou encore la faculté de désigner un expert en cas d'irrégularités portant sur une opération de gestion. Il faut dès lors espérer que cette dimension de l'égalité sera de nouveau mobilisée en présence d'initiateurs mal intentionnés¹⁵⁶¹, à plus forte raison depuis l'abaissement du seuil du retrait obligatoire.

II. L'égalité dans l'accès à l'information

497. Annonce. Outre l'égalité de traitement devant la contrepartie offerte, le principe impose également d'assurer l'égal accès à l'information pour les différents acteurs sur le marché. Cette exigence, qui ne se confond pas avec celle de transparence (A), semble néanmoins produire des effets relativement limités (B).

A. La confusion entre transparence et égalité d'accès à l'information

498. L'importance de l'égal accès à l'information. La transparence des marchés n'est plus à présenter¹⁵⁶². Via les obligations d'information qu'elle agrège, la transparence assure que les acteurs évoluant sur un marché puissent fixer rationnellement la valeur des biens qui s'y négocient. Elle contribue à l'efficacité des marchés. La masse d'informations dont la transparence impose la diffusion est toutefois de peu d'utilité si rien n'en assure ensuite la disponibilité pour tous. En effet, si l'accès à l'information n'est l'affaire que de quelques-uns, les acteurs défavorisés se détourneront inévitablement du marché. Une place financière

¹⁵⁶¹ On trouve trace de l'exigence dans d'autres décisions de recevabilité (v. AMF, déc. n°204C0936, 22 juill. 2004, *Grande Paroisse* ; RTD Com. 2005, p.140, note N. Rontchevsky ; déc. n°217C0947, 10 mai 2017, *Euro Disney SCA*). On remarquera toutefois que si l'autorité mentionne le critère lié à l'absence de conséquences irréversibles du retrait obligatoire et vérifie que la valorisation des titres prend en considération l'action *ut singuli* initiée par les minoritaires, elle ne vérifie pas explicitement que l'opération ne porte pas atteinte à l'égal accès aux prérogatives attachées à la qualité d'organe de l'actionnaire.

¹⁵⁶² V. *supra* n°91 et s.

dotée d'une information à deux vitesses n'assure pas une allocation optimale des ressources en fonction des capacités d'analyse de chacun, mais promeut la captation illégitime des richesses par certains au détriment d'autres¹⁵⁶³. Le bon fonctionnement du marché dépend, pour partie, de l'égal accès à l'information¹⁵⁶⁴. Imaginer un marché sur lequel le droit n'imposerait pas une égalité d'accès à l'information pour tous les acteurs suffit à saisir toute l'importance de l'exigence. Sur ce marché, avant d'effectuer un choix, les investisseurs devraient intégrer dans leurs calculs la probabilité d'être abusé, ce qui ne manquerait pas d'entraîner une forte augmentation des coûts de l'investissement ainsi qu'une nette diminution des investisseurs présents sur le marché. La catastrophe financière que représenterait un tel cas de figure suffit à expliquer pourquoi l'égalité d'accès à l'information fait figure, depuis la fin du siècle dernier, de principe universellement partagé par les places financières¹⁵⁶⁵.

499. Origine de la confusion entre transparence et égal accès à l'information. Intimement liés, la transparence et l'égal accès à l'information sont parfois difficiles à dissocier. N'hésitant pas à faire entrer la notion d'égalité devant l'information dans celle de transparence, des auteurs considèrent que ces deux notions se confondent en grande partie¹⁵⁶⁶. Le règlement et la directive Abus de marché mêlent d'ailleurs égalité et transparence. Le septième considérant du règlement européen souligne ainsi que les opérations d'initiés et les manipulations de marché « empêchent une transparence intégrale et adéquate du marché »¹⁵⁶⁷. La réglementation française procède à cette même assimilation en faisant figurer le délit d'initié au sein du chapitre V du titre IV du livre IV du Code monétaire et financier, dans une section intitulée « Atteinte à la transparence des marchés ». Pourtant, la répression des délits d'initiés ne vise pas à assurer la transparence du marché. Au contraire, l'existence même d'informations privilégiées démontre que la transparence du marché n'est pas intégrale et ne saurait l'être. Sur les marchés financiers, le délit d'initié sanctionne l'asymétrie informationnelle entre les différents opérateurs. Il veille à maintenir une égalité devant l'information plus qu'à assurer une pleine transparence.

500. Autonomie du principe d'égal accès à l'information. Si les notions de transparence et d'égal accès à l'information ne se conçoivent pas l'une sans l'autre, elles ne

¹⁵⁶³ J.-M. MOULIN, « Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier », *Bull. Joly Bourse* mars 2000, p.117 et s., *spéc.* p.118.

¹⁵⁶⁴ J.-M. MOULIN, « Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier », *préc.*, p.123.

¹⁵⁶⁵ A. PETITPIERRE-SAUVAIN, « L'égalité des actionnaires dans l'offre publique d'achat », *préc.*, p.647.

¹⁵⁶⁶ F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques », *op cit.*, n°1025 ; C. RUELLAN, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, *op cit.*, n°745 : « L'objectif de transparence, qui désigne l'égalité de tous les investisseurs devant l'information [...] ».

¹⁵⁶⁷ Cons. 7, Règl. n°596/2014, 16 avr. 2014 *sur les abus de marché*.

sauraient être confondues pour autant. Alors que les obligations d'informations qui découlent de l'exigence de transparence permettent aux différents investisseurs d'être titulaires d'un droit continu à l'information, variable selon leur qualité, l'égalité d'accès à l'information ne donne aucun droit substantiel à l'information. Elle implique seulement de rendre accessible à tous l'information délivrée préalablement. La transparence impose de laisser voir. L'égalité d'accès à l'information exige que tous puissent voir de la même façon. Les notions se complètent, mais ne sont pas équivalentes. Ces éclaircissements effectués, il faut désormais se pencher sur la teneur de l'exigence d'égalité dans le contexte particulier des offres publiques.

B. L'égalité d'accès à l'information en période d'offre

501. Égalité et délits d'initiés. En droit financier, l'égalité d'accès à l'information transparaît d'abord de la réglementation propre aux abus de marché et plus spécialement encore de celle relative aux délits d'initiés¹⁵⁶⁸. Le fondement de la répression des délits d'initiés a pu être fortement discuté, y compris aux États-Unis, pays natal de ces délits¹⁵⁶⁹. La majorité de la doctrine considère néanmoins que leur répression vise à garantir l'égal accès à l'information¹⁵⁷⁰. Parce que l'information n'est pas toujours publique et que son accès n'est pas nécessairement garanti à tous, la répression des délits d'initiés assure, en prohibant l'utilisation d'une information privilégiée qui n'a pas été préalablement divulguée au marché, que l'inégalité d'accès à l'information ne profite à personne. Reprenant les termes de la jurisprudence Georgakis¹⁵⁷¹, l'arrêt Spector de la CJUE a rappelé que « l'interdiction des opérations d'initiés [...] vise à garantir l'égalité des cocontractants dans une transaction boursière en évitant que l'un d'eux, qui détient une information privilégiée et se trouve, de ce fait, dans une position avantageuse par rapport aux autres investisseurs, en tire profit au

¹⁵⁶⁸ Art. 8 Règl. n°564/2016 préc., art. L.465-1 Code mon. fin.

¹⁵⁶⁹ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, op cit., n°1145 et les références citées.

¹⁵⁷⁰ H. De VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, op cit., n°1008 et s. ; W. JEANDIDIER, *Droit pénal des affaires*, 4e éd., Dalloz, 2000, n°115 ; M.-A. FRISON-ROCHE, S. BONFILS, *Les grandes questions du droit économique, introduction et documents*, PUF, 2005, p.314 ; J. MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, op cit., p.85-86 ; A. JOLY-DESCAMPS, *La protection des actionnaires dans les sociétés cotées*, op cit., n°326 et s. ; F. STASIAK, *Droit pénal des affaires*, 2° éd., LGDJ, 2009, p.280 ; F. DRUMMOND, « Table ronde n°2 – Le manquement d'initié : données récentes », in *3° Colloque de la Commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats*, 18 oct. 2010, p.1 et s., spéc. p.3 ; J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit financier*, op cit., n°738, n°755 et n°762 ; B. KEITA, *Essai sur la contribution de la Commission des sanctions de l'AMF à la régulation financière*, op cit., n°518 ; A. LEPAGE, P. MAISTRE Du CHAMBON, R. SALOMON, *Droit pénal des affaires*, 6° éd., LexisNexis, 2020, n°923.

¹⁵⁷¹ CJCE, C-391/04, 10 mai 2007, *Georgakis*, n°37-39 ; *Europe* juill. 2007, comm. 184, L. Idot.

détriment de ceux qui l'ignorent »¹⁵⁷². Plus directement encore, la Cour de justice précise que l'utilisation d'une information privilégiée n'est prohibée que si elle s'avère contraire à la finalité de la directive, qui « vise en particulier à assurer l'égalité des investisseurs »¹⁵⁷³. La répression des délits d'initiés maintient ainsi l'égal accès à l'information en interdisant de tirer profit d'asymétries informationnelles.

502. L'égalité devant l'information en période d'offre. Dépassant la réglementation propre aux abus de marché, l'égalité d'accès à l'information ferait également figure de principe général du droit des offres¹⁵⁷⁴. À lire les articles 231-3 et 231-7 du RG AMF, ce principe garantirait l'accès égal aux informations relatives à l'offre et prohiberait en conséquence toute discrimination dans l'accès aux données. Plus précisément, cette égalité serait à la fois universelle, formelle et relative.

503. Une égalité universelle. À la différence de l'égalité devant le prix qui ne joue qu'entre les détenteurs de titres visés par l'offre, l'égalité devant l'information est universelle en ce qu'elle joue entre tous les acteurs évoluant sur le marché financier. Alors que l'on a coutume de distinguer l'information due aux actionnaires de celle due au public¹⁵⁷⁵, dans le contexte d'une offre, l'accès aux données relatives à celle-ci doit non seulement être garanti à tous ses destinataires, mais aussi à tout investisseur non directement concerné par l'offre. En effet, tous les acteurs évoluant sur le marché sont susceptibles d'être intéressés par l'offre, qui se répercute sur le cours des titres dont chacun pourrait se porter acquéreur. La réglementation ne se contente donc pas d'assurer la communication du projet d'offre, la note d'information et la note en réponse aux actionnaires de la société visée. Les modalités de diffusion de ces documents garantissent plus largement que chacun d'eux soit accessible à l'ensemble du marché¹⁵⁷⁶. De même, toute déclaration relative au dépôt imminent d'une offre¹⁵⁷⁷, tout accord susceptible d'avoir une incidence sur celle-ci¹⁵⁷⁸, et tout élément d'information complémentaire à la note d'information ou à la note en réponse doivent être portés à la connaissance, non des seuls détenteurs actuels des titres concernés, mais du

¹⁵⁷² CJUE, C-45/08, 23 déc. 2009, *Spector*, n°48; *Rev. Soc.* 2010, p.325, note P.-H. Conac ; D.2010, p.85, obs. A. Lienhard ; *RTD com.* 2010 p.395, obs. N. Rontchevsky ; *Bull. Joly Soc* avr. 2010, p.346, note D. Schmidt ; *Bull. Joly Bourse* mars-avr. 2010, p.92, note S. Torck ; *RTDF* 2010/2, p.4, note A. Pietrancosta.

¹⁵⁷³ CJUE, C-45/08, 23 déc. 2009, *préc.*, n°47.

¹⁵⁷⁴ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1874 ; A. COURET, H. Le NABASQUE, M.-L. COQUELET et *alii*, *Droit financier*, *op cit.*, n°1663.

¹⁵⁷⁵ Y. De CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op cit.*, n°624.

¹⁵⁷⁶ Art. 223-32 RG AMF.

¹⁵⁷⁷ Art. 231-5 RG AMF.

¹⁵⁷⁸ Art. 231-37 RG AMF.

marché en son entier¹⁵⁷⁹. Contrairement à la lettre des articles 231-3 et 231-7 du RG AMF, qui laisse entendre que l'égalité ne jouerait qu'entre « les détenteurs de titres des sociétés concernées par l'offre », l'égal accès à l'information en période d'offre doit être garanti à l'ensemble des acteurs présents sur le marché, qu'ils soient ou non détenteurs des titres de la société visée.

504. Une égalité formelle. L'égalité d'accès à l'information est ensuite formelle. Elle ne cherche pas à introduire une égalité réelle dans le traitement et la compréhension de l'information. Si la réglementation assure que tout élément d'information lié à l'offre soit communiqué sous une forme assurant sa diffusion publique à l'échelle nationale¹⁵⁸⁰, elle ne veille pas pour autant à ce que ces informations soient comprises par tous. L'initiateur d'une offre et la société visée n'ont pas à expliquer l'information qu'ils délivrent. Ils doivent seulement s'assurer qu'ils la délivrent bien à l'ensemble du marché. Malgré son caractère formel, l'égalité exige tout de même que l'accès à l'information soit concrètement assuré. Ainsi, l'accès à l'information doit être effectif¹⁵⁸¹, ce qui explique le recours toujours plus important aux techniques de communication quasi instantanée et à large couverture géographique. Lors de l'introduction d'une offre publique, la note d'information devra ainsi être adressée sans frais à toute personne qui en fait la demande et doit, en outre, être mise à disposition au siège de l'initiateur et auprès de l'établissement présentateur ou faire l'objet d'une publication dans un quotidien d'information de diffusion nationale¹⁵⁸². La version électronique de cette note devra également être envoyée à l'AMF et mise en ligne sur son site internet¹⁵⁸³. Enfin, tout élément d'information publié durant l'offre devra être communiqué selon les modalités prévues à l'article 221-3 du RG AMF, modalités qui imposent à l'émetteur de s'assurer de la diffusion effective et intégrale de l'information.

505. Une égalité relative. En dernier lieu, l'égalité devant l'information est relative. Comme en matière de délits d'initiés où le détenteur d'une information privilégiée n'est pas

¹⁵⁷⁹ Art. 221-3 RG AMF.

¹⁵⁸⁰ Ainsi, les déclaration d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique d'acquisition (art. 223-32 RG AMF), les accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue (art. 231-5 RG AMF), les notes d'information et notes en réponse (art. 231-26 et 231-27 RG AMF) et les informations complémentaires à la note d'information ou à la note en réponse doivent être diffusées publiquement, conformément aux modalités prévues à l'article 221-3 du RG AMF.

¹⁵⁸¹ CMF, *Rapport annuel* 1998, p.50 et s.

¹⁵⁸² Art. 231-27 2° RG AMF.

¹⁵⁸³ Art. 231-27 RG AMF.

tenu à un devoir absolu d'abstention¹⁵⁸⁴, l'émetteur qui a connaissance d'une information intéressant le déroulement d'une offre en cours ou future peut décider de ne la communiquer qu'à certains investisseurs choisis. La mise en place de *data rooms* en prévision d'une éventuelle offre publique illustre le caractère relatif de l'égalité d'accès à l'information.

Préalablement à une éventuelle opération d'acquisition, les *data rooms* permettent de communiquer à certains investisseurs des informations non connues du public. En révélant aux potentiels acquéreurs des informations auxquelles la masse des actionnaires n'a pas accès, la mise en place de *data rooms* fait obstacle à une égalité parfaite devant l'information. La licéité de ces procédures témoigne donc du caractère relatif de l'exigence d'égalité, qui ne s'oppose pas à ce que des informations soient délivrées seulement aux personnes intéressées par l'acquisition du contrôle d'une société, qui se trouvent dans une situation objectivement différente de celles des autres actionnaires.

L'autorité de marché a néanmoins souhaité limiter la disparité de traitement susceptible de découler de ces procédures. Par le biais d'une recommandation, l'AMF préconise ainsi que les *data rooms* ne soient ouvertes qu'en présence d'opérations significatives, qu'elles ne donnent accès qu'à des informations strictement nécessaires pour les besoins de l'opération concernée et, qu'une fois ces *data rooms* clôturées, l'égalité d'accès aux informations importantes soit rétablie via la mise à disposition du public des données concernées¹⁵⁸⁵. Plus précisément, l'AMF recommande que les informations transmises dans le cadre de cette procédure soient ensuite communiquées au public par le biais d'une note d'information dans laquelle « L'émetteur déclare avoir rétabli en tous points significatifs l'égalité d'accès à l'information entre les investisseurs par la publication de ce prospectus/de cette note d'information »¹⁵⁸⁶. En reconnaissant qu'à la suite d'une *data room*, il y a lieu de rétablir l'égal accès à l'information, l'AMF admet que le principe d'égalité souffre de tempéraments.

506. Manifestations contentieuses de l'égalité d'accès à l'information en période d'offre. Les caractères de l'exigence d'égalité dégagés, il reste à appréhender ses manifestations contentieuses. En pratique, les conséquences extra-légales du principe d'égalité sont pourtant difficiles à saisir. On peine à trouver une illustration dans laquelle

¹⁵⁸⁴ L'art. 9 du Règl. n°596/2014 prévoit ainsi diverses hypothèses dans lesquelles une personne, pourtant détentrice d'une information privilégiée, peut réaliser des opérations sur les titres financiers concernés. Sur ce point v. CJUE, C-45/08, 23 déc. 2009, *préc.* On notera que si les autorités nationales ont un temps éprouvé quelques difficultés à transposer la solution dégagée en droit de l'Union (Cass. Com, n°10-10.965, 8 févr. 2011 ; *Bull. Joly Soc.* juill. 2011, p.591, note S. Torck ; *Adde S. TORCK* « L'AMF applique-t-elle la jurisprudence Spector ? », *Bull. Joly Bourse* juill. 2013, p.325), elles semblent à présent s'y tenir (S. TORCK, « Utilisation et communication d'informations privilégiées : la leçon de rectitude de la commission des sanctions de l'AMF », *Bull. Joly Bourse* nov. 2014, p.524).

¹⁵⁸⁵ AMF, Reco. DOC-2016-08, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, 29 avr. 2021, p.51 et s.

¹⁵⁸⁶ AMF, Reco. DOC-2016-08, *préc.*, p.53.

l'égalité d'accès à l'information a directement produit des effets de droit en dehors de la lettre de la loi.

507. Seul un ouvrage¹⁵⁸⁷ fait mention d'une conséquence que l'exigence aurait produite à l'occasion d'une offre publique sur les titres de la société CCMC¹⁵⁸⁸. Il n'est cependant pas certain que l'égalité ait été réellement en cause en l'espèce. L'affaire débute le 16 octobre 1987, lorsque la société CEGID décida de déposer une offre publique sur les actions de la société CCMC et qu'une difficulté apparut. En effet, trois années avant le dépôt de l'offre, un groupement d'actionnaires de la société CCMC s'était constitué en syndicat afin de bloquer la majorité des titres de leur société pendant cinq années consécutives. Avant la diffusion des informations relatives à l'offre déposée par la société CEGID, ce même syndicat décida de vendre une partie des titres détenus par ses membres à un tiers acquéreur. Pour finaliser la cession, un vote de l'assemblée générale du syndicat était nécessaire. Cette assemblée générale fut convoquée préalablement à la diffusion des informations relatives à l'offre déposée par CEGID. Considérant qu'une telle précipitation ne permettait pas aux actionnaires concernés d'apprécier la portée des engagements qu'ils étaient susceptibles de prendre, la COB intervint afin d'empêcher tout acte de disposition des titres visés par l'offre avant que les actionnaires n'aient eu connaissance des notes d'information établies par les sociétés concernées. Finalement, l'assemblée générale du syndicat ne se prononça qu'après la diffusion effective des informations relatives à l'offre. Contrairement à ce qui a pu être allégué, cette affaire semble avoir peu à voir avec l'égalité, aucune inégalité d'accès à l'information n'étant ici à déplorer. Elle paraît plutôt s'expliquer par la volonté de garantir la pleine information des destinataires de l'offre avant toute prise de décision définitive.

508. Outre cette affaire, force est d'observer que les manifestations du principe sont maigres. La lecture des décisions rendues dans le contexte d'une offre indique en effet que lorsqu'une atteinte à l'égalité d'accès à l'information est constatée, la sanction prononcée n'est pas fondée sur l'exigence d'égalité, mais résulte de la violation d'un texte particulier combiné au visa de l'article L.621-14 II du Code monétaire et financier. Désormais, le principe n'est plus même mentionné quand l'autorité constate ce que l'on pourrait considérer comme une rupture d'égalité devant l'information, comme l'existence d'un délit d'initié en période d'offre¹⁵⁸⁹, le défaut de publicité du franchissement du seuil de l'offre obligatoire¹⁵⁹⁰,

¹⁵⁸⁷ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°1874.

¹⁵⁸⁸ COB, *Rapport annuel 1987*, p.126 et s.

¹⁵⁸⁹ AMF, Com. Sanct., SAN-2013-13, 17 mai 2013, A. Talmon ; SAN-2013-19, 25 juill. 2013, François Gontier et a.

¹⁵⁹⁰ AMF, Com. Sanct., SAN-2013-19, 25 juill. 2013, préc. ; SAN-2015-11, 2 juin 2015, préc.

ou la non-diffusion au public d'informations essentielles relatives à l'offre¹⁵⁹¹. Si, par le passé, la Commission des sanctions a pu se référer à cette égalité pour appuyer la violation d'une disposition textuelle¹⁵⁹², c'est uniquement parce que l'article L.621-14 du Code monétaire et financier y faisait autrefois référence. La mention a, depuis, été supprimée¹⁵⁹³.

509. Réalité incertaine du principe en période d'offre. Si les développements qui précèdent ont permis de déterminer la consistance théorique du principe d'égalité d'accès à l'information, le fait qu'il n'ait encore jamais produit d'effets autonomes invite à s'interroger sur sa qualité de principe général. Le doute s'accroît encore à la lecture des formules employées au sein des ouvrages spécialisés. Plusieurs assimilent le principe d'égalité à la réglementation propre aux délits d'initiés. On peut ainsi lire que « l'égalité de traitement des actionnaires s'entend également d'une égalité dans l'information, dont la méconnaissance peut être sanctionnée par le biais du délit d'initié »¹⁵⁹⁴ ; ou encore que l'égalité d'accès à l'information mentionnée à l'article 231-3 du RG AMF « est sanctionnée notamment par le biais du délit d'initié »¹⁵⁹⁵. Cette dernière formulation interpelle et invite à se demander si l'adverbe « notamment » convient vraiment ou si « totalement » ne serait pas mieux au propos. Reconnaître que l'égalité devant l'information est notamment sanctionnée par le biais du délit d'initié reviendrait à affirmer que le principe ne s'épuise pas totalement dans ce dispositif. Il pourrait donc faire office de norme d'élaboration du droit et produire des conséquences à chaque fois que l'égalité serait bafouée et que la réglementation propre aux délits d'initiés ne trouverait pas à s'appliquer. Au contraire, reconnaître que toute sanction de l'égalité devant l'information est, en droit des offres, totalement couverte par la réglementation relative aux délits d'initiés reviendrait à admettre que le principe ne produirait aucun effet inédit en période d'offre. Par conséquent, il ne constituerait pas un principe général du droit des offres mais, et c'est déjà lui reconnaître une immense portée, ferait seulement office de principe organisateur des marchés financiers¹⁵⁹⁶.

Trois considérations aident à arbitrer entre ces deux hypothèses. Étudier le domaine couvert par la notion d'information privilégiée sur laquelle repose le délit d'initié permet d'abord de saisir, en négatif, ce que pourrait recouvrir le principe d'égal accès à l'information en période d'offre. Initialement précisée par la jurisprudence, la notion d'information privilégiée se trouve

¹⁵⁹¹ AMF, Com. Sanct., SAN-2009-12, 5 févr. 2009, *Société X*.

¹⁵⁹² V. par ex. AMF, Com. Sanct., SAN-2006-6, 9 nov. 2006, *Jousse Morillon Investissement*.

¹⁵⁹³ Art. 30 Loi n°2005-842 du 26 juill. 2005, *préc.*

¹⁵⁹⁴ A. COURET, H. Le NABASQUE, M.-L. COQUELET et alii, *Droit financier*, *op cit.*, n°1663. Dans le même sens : A.-C. MULLER, *Droit financier*, *op cit.*, n°633.

¹⁵⁹⁵ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, *op cit.*, n°747-1, note 5.

¹⁵⁹⁶ J.-M. MOULIN, « Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier », *préc.*, p.121.

désormais définie à l'article 7 § 1 du règlement européen du 16 avril 2014. Cet article, auquel l'article L.465-1 I c) du Code monétaire et financier renvoie, définit l'information privilégiée comme « une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ». Autrement dit, l'information est considérée comme privilégiée lorsqu'elle n'est pas publique, qu'elle revêt un caractère précis, et qu'elle est susceptible d'influer sensiblement le cours des titres qu'elle concerne. Toute information répondant à ces trois critères doit être communiquée au public afin d'assurer l'égal accès à celle-ci. À défaut, son utilisation pourra amener à caractériser un délit d'initié. Au vu de cette définition large mais qui suppose tout de même la réunion de trois critères cumulatifs, il est possible d'envisager une information qui, tout en n'entrant pas dans le champ de la réglementation des délits d'initiés, ait tout de même un intérêt en présence d'une offre publique, à tel point qu'il faille assurer l'égal accès à celle-ci via une exigence d'égalité propre au droit des offres. À bien y réfléchir pourtant, même dans cette hypothèse, il resterait à s'assurer que l'égalité d'accès à cette information ne soit pas d'ores et déjà garantie par un texte particulier. Lorsque l'on connaît la généralité des dispositions propres aux obligations de communication en période d'offre, cela semble difficile à concevoir¹⁵⁹⁷. À supposer qu'une telle information existe, il faudrait enfin trouver un intérêt à imposer l'égal accès à une donnée qui ne se trouverait ni couverte par la réglementation propre aux abus de marché, ni par les textes spéciaux régissant la procédure d'offre.

§2. Les caractéristiques générales du principe d'égalité

510. Annonce. L'étude des expressions particulières du principe fait ressortir plusieurs caractéristiques que partagent l'égalité qui joue devant la contrepartie et celle qui assure l'égal accès à l'information. En droit des offres, l'égalité apparaît d'abord externe et relative **(I)**. Elle a ensuite une portée générale : elle ne joue pas seulement entre actionnaires, mais entre tout actionnaire en puissance **(II)**. Enfin, l'égalité revêt un caractère d'ordre public **(III)**.

¹⁵⁹⁷ V. *supra* n°235 et s.

I. Une égalité externe et relative

511. Une égalité externe. En droit des sociétés, l'égalité entre actionnaires ne joue que dans les rapports internes à la société. Elle ne s'étend pas à l'extérieur de la structure sociale et ne peut contraindre les tiers¹⁵⁹⁸. L'égalité qui a cours en droit des offres est, sur ce point, singulièrement différente. Loin de se limiter aux rapports internes à la structure sociétaire, l'exigence contraint également les tiers¹⁵⁹⁹. L'égalité devant la contrepartie peut ainsi être qualifiée d'externe en ce qu'elle s'impose à l'initiateur qui, même lorsqu'il n'est pas actionnaire de la société visée, est tenu de proposer une contrepartie identique à l'ensemble des détenteurs d'une même catégorie de titres¹⁶⁰⁰. Le propos vaut tout autant pour l'égalité devant l'information, qui enjoint à toute personne tenue de communiquer une information d'assurer l'égal accès à celle-ci¹⁶⁰¹.

Par cette dimension qui sort l'égalité du champ sociétaire, le droit des offres se réapproprie le principe d'égalité, et sans le transformer totalement, le dote d'une portée qu'il ne revêt pas traditionnellement. Ce faisant, l'égalité qui a cours en droit des offres peut paraître « construite, voire artificielle, puisque, dans le cours normal de l'existence de la société, cette égalité de traitement “externe” est constamment affectée par des variables exogènes »¹⁶⁰². Mais si ce caractère extérieur sépare l'égalité du droit des offres de celle qui régit le droit commun, les deux notions ne sont pas parfaitement étrangères pour autant. Un trait commun demeure : leur relativité.

512. Une égalité relative. En droit des offres, l'égalité reste relative. L'égalité devant la contrepartie admet que des situations dissemblables reçoivent un traitement distinct¹⁶⁰³. L'existence de *data rooms* prouve que l'égal accès à l'information est tout aussi relatif¹⁶⁰⁴. L'égalité qui régit les offres publiques apparaît même commutative. Comme en droit des sociétés, il est possible d'introduire une inégalité de traitement entre les actionnaires dès lors qu'elle est consentie par ces derniers.

¹⁵⁹⁸ D. SCHMIDT, « Quelques remarques sur les droits de la minorité dans les cessions de contrôle », *préc.*, n°6.

¹⁵⁹⁹ Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, *op cit.*, n°100.

¹⁶⁰⁰ V. *supra* n°471 et s.

¹⁶⁰¹ V. *supra* n°503.

¹⁶⁰² Y. De CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op cit.*, n°717.

¹⁶⁰³ V. *supra* n°476 et s.

¹⁶⁰⁴ V. *supra* n°505.

Les suites de l'offre déposée par Schneider sur les titres Legrand confirment l'existence de cette faculté¹⁶⁰⁵. Afin de dépasser l'annulation de la décision de recevabilité de l'offre et réaliser son projet de rapprochement, la société Schneider retoucha les termes de son offre initiale et assortit celle-ci d'une branche subsidiaire, moins-disante que la branche principale¹⁶⁰⁶. Les actionnaires familiaux de la société visée s'engagèrent à apporter l'ensemble de leurs titres à cette branche subsidiaire, et acceptèrent en conséquence d'être moins bien traités que les autres actionnaires, qui demeuraient libres de souscrire à la branche principale. Les actionnaires familiaux de Legrand renoncèrent donc au droit de recevoir un traitement égal vis-à-vis de la contrepartie proposée. Pour déclarer l'offre conforme à la réglementation, le Conseil des marchés financiers releva « que le traitement différencié proposé aux porteurs d'actions ordinaires par ce biais trouve sa justification dans les circonstances de l'opération et la volonté des parties d'aboutir à leur rapprochement ; en ce sens, puisque acceptée par les actionnaires familiaux de Legrand, l'option subsidiaire, à laquelle ces familles se sont engagées à apporter leurs actions ordinaires, ne saurait, au cas d'espèce, aller à l'encontre [...] du principe d'égalité entre actionnaires »¹⁶⁰⁷. La motivation laisse apparaître l'articulation du principe d'égalité avec la disparité dans les parités proposées : si le projet d'offre déposé est déclaré recevable et que la rupture d'égalité n'est pas sanctionnée par l'autorité de marché, c'est parce qu'elle se trouve être « acceptée » par les actionnaires familiaux concernés¹⁶⁰⁸. À l'instar de la faculté reconnue en droit commun¹⁶⁰⁹, et comme avait déjà pu le laisser entendre un avis de la Société des bourses de France¹⁶¹⁰, les destinataires d'une offre publique disposent donc du pouvoir de renoncer individuellement au bénéfice de l'égalité en acceptant d'être moins bien traités que leurs congénères.

Une affaire plus récente confirme l'existence de cette faculté pour les actionnaires. À l'occasion de l'offre déposée par plusieurs sociétés du groupe Linamar sur les titres de la société Montupet SA en 2015, quatre actionnaires de la société conclurent des engagements d'apport à l'offre. Ces engagements, révocables en cas d'offre concurrente, comportaient une clause au terme de laquelle chacun des apporteurs avait consenti à ce que le prix qu'il percevrait en cas de surenchère n'excède pas 71,53 € par action, soit le prix auquel l'offre

¹⁶⁰⁵ Sur cette affaire, v. *supra* n°482 et s.

¹⁶⁰⁶ CMF, n°201C0701, 14 juin 2001, *préc.* Alors que la branche principale offrait 7 actions ordinaires Schneider pour 2 actions ordinaires Legrand, soit un rapport de 3,5 par titre apporté, la branche subsidiaire proposait seulement 16 actions ordinaires Schneider pour 5 actions Legrand, soit un rapport de 3,2 par titre.

¹⁶⁰⁷ CMF, n°201C0701, 14 juin 2001, *préc.*

¹⁶⁰⁸ CMF, *Rev. mens.* juill.-août 2001, n°40, p.75 ; *Adde* la note déposée par Schneider et Legrand, au sein de laquelle la même justification apparaît (*Note d'information conjointe*, 18 juin 2001, p.2).

¹⁶⁰⁹ V. *supra* n°462.

¹⁶¹⁰ SBF, avis n°91-3517, 22 nov. 1991, *Banque Courtois*.

était initialement libellée. En ne s'opposant pas au procédé, l'AMF confirma que chaque actionnaire bénéficiait bien du droit de renoncer individuellement à tout supplément de prix en cas de surenchère¹⁶¹¹. C'est là de nouveau admettre que les détenteurs de titres identiques peuvent, individuellement, choisir de renoncer à l'égalité de traitement.

II. Une égalité entre actionnaires en puissance

513. Le domaine *ratione personae* du principe d'égalité. Les expressions particulières du principe d'égalité en période d'offre démontrent que l'exigence dépasse la seule catégorie des actionnaires de la société visée. La directive OPA comme le Règlement AMF ne se réfèrent d'ailleurs pas directement aux actionnaires, mais évoquent une égalité entre « détenteurs de titres »¹⁶¹² ou entre « porteurs d'instruments financiers »¹⁶¹³. La précision a son importance, car si tout actionnaire d'une société cotée détient un titre financier, tout détenteur d'un titre financier n'est pas forcément actionnaire. Les textes ne rendent cependant pas parfaitement compte du domaine exact du principe d'égalité. Le champ retenu par ces derniers est, selon le cas, ou trop large, ou trop étroit.

514. Les bénéficiaires de l'égalité devant la contrepartie. En matière d'égalité devant la contrepartie, le domaine déterminé par les textes s'avère trop large. Contrairement à ce que laisse entendre la lettre des articles 231-3 et 231-7 du RG AMF, il ne s'agit pas d'une égalité entre « détenteurs de titres des sociétés concernées », mais seulement entre détenteurs de titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée¹⁶¹⁴. En visant plus largement tous les détenteurs de titres des sociétés visées par l'offre, les deux articles pèchent par excès et omettent d'exclure les détenteurs de simples titres de créances¹⁶¹⁵. En effet, si l'égalité devant la contrepartie joue entre actionnaires et envers tous ceux qui sont susceptibles de le devenir (titulaires d'obligation convertible en action, d'option de souscription d'action, de bon de souscription d'action...), il ne s'agit pas pour autant d'une égalité entre apporteurs de fonds¹⁶¹⁶, notion trop large qui regroupe actionnaires et simples

¹⁶¹¹ AMF, déc. n°215C1939, 8 déc. 2015, *Montupet SA*, note 4.

¹⁶¹² Art. 3 1° a) Dir. 2004/25/CE, *préc.* ; art. 231-3 et 231-7 RG AMF.

¹⁶¹³ Art. 261-1 RG AMF.

¹⁶¹⁴ Art. 231-6 RG AMF.

¹⁶¹⁵ Seule la rédaction de l'article 261-1 du RG AMF convient. Cette disposition ne vise pas tous les détenteurs de titres de la société concernée mais, plus strictement, « l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

¹⁶¹⁶ *Contra* J.-F. BIARD, J.-P. MATTOUT, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *préc.*, p.4.

obligataires. Il semblerait dès lors plus exact de parler d'égalité entre actionnaires en puissance¹⁶¹⁷.

515. Les bénéficiaires de l'égalité devant l'information. En matière d'accès à l'information, le domaine assigné au principe est cette fois trop étroit. Les notions de « détenteurs de titres des sociétés concernées »¹⁶¹⁸ et de « porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre »¹⁶¹⁹ sont excessivement restrictives. Les développements qui précèdent ont montré que l'égalité d'accès à l'information ne se limitait ni aux actionnaires, ni aux détenteurs de titres visés par l'offre¹⁶²⁰. Tout au contraire, l'accès à l'information est dû au marché en son entier. Parce que chaque investisseur est potentiellement intéressé par l'offre en ce qu'elle se répercute sur le cours de titres dont il pourrait se porter acquéreur, l'égalité d'accès à l'information joue au bénéfice du marché dans son ensemble. C'est alors la potentialité d'un investisseur à devenir destinataire de l'offre qui justifie l'égalité d'accès à l'information.

516. Une égalité entre actionnaires en puissance. Il apparaît ainsi que l'expression « d'actionnaires en puissance », entendue au sens large s'agissant de l'égalité devant l'information, convient mieux que celles utilisées par les textes actuels.

517. Un arrêt rendu le 3 juillet 1998 par la Cour d'appel de Paris invite toutefois à nuancer cette conclusion¹⁶²¹. En l'espèce, l'actionnaire minoritaire d'une société visée par un retrait obligatoire prétendait que les titulaires d'option de souscription d'actions de cette société qui choisiraient de ne pas exercer leur option avant le terme du retrait obligatoire bénéficieraient d'un traitement avantageux contraire au principe d'égalité. Le requérant soulignait que les titulaires d'options bénéficiaient, parallèlement à l'offre, de promesses de rachat à un prix indexé sur le cours de bourse de la société initiatrice de l'offre. D'après les calculs effectués par l'actionnaire, cette indexation avait pour conséquence de fixer le prix de rachat des actions qui découleraient de l'exercice de l'option à un montant supérieur à celui retenu dans le cadre du retrait. Le manquement au principe d'égalité n'était toutefois pas certain. L'égalité étant relative, sa violation supposait l'existence d'une discrimination arbitraire en présence de sujets placés dans une situation semblable. Or, en l'espèce, la spécificité de la situation des bénéficiaires d'options face aux titulaires d'actions ordinaires ne semblait pas

¹⁶¹⁷ Th. BONNEAU et L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, op cit., n°100.

¹⁶¹⁸ Art. 231-3 et 231-7 RG AMF.

¹⁶¹⁹ Art. 261-1 RG AMF.

¹⁶²⁰ V. *supra* n°503.

¹⁶²¹ CA Paris, 3 juill. 1998, *préc.*

discutable et, partant, aurait pu suffire à expliquer le sort particulier qui leur était réservé¹⁶²², à condition de pouvoir justifier la différence de choix dans les critères retenus pour l'évaluation des titres¹⁶²³. Cet argumentaire, proposé par un commentateur de l'arrêt¹⁶²⁴, aurait pu motiver le traitement distinct des actionnaires et des titulaires d'options. Pour rejeter la violation du principe d'égalité et admettre la recevabilité du retrait obligatoire, la Cour d'appel de Paris retint pourtant une tout autre analyse. Elle élaborait une distinction entre les titulaires d'options exerçant celles-ci avant la fin de l'offre et ceux les exerçant après clôture du retrait obligatoire. S'agissant de ceux qui viendraient à exercer leurs options avant la clôture de l'offre, la cour remarqua qu'ils ne bénéficieraient d'aucun avantage vis-à-vis des destinataires du retrait obligatoire : devenus actionnaires, la cession des titres qu'ils auront souscrits se ferait suivant les modalités fixées par le retrait obligatoire. Inversement, pour ceux qui n'auraient pas exercé leur option à la clôture de l'offre, la cour d'appel observa qu'aucune rupture d'égalité ne pouvait exister au motif que ces personnes n'avaient pas encore la qualité d'actionnaires. Les juges exclurent ainsi les titulaires d'options du domaine de l'égalité de traitement sans même prendre la peine d'apprécier le prix qui leur était proposé en cas d'exercice de leur option postérieurement à l'offre. Un tel choix est pourtant extrêmement discutable. En effet, le principe d'égalité devant le prix ne s'arrête pas aux actionnaires *stricto sensu*. Les titulaires d'options faisant partie intégrante de la catégorie des actionnaires en puissance, l'égalité ne pouvait être écartée au seul motif que les titulaires d'options n'étaient pas encore actionnaires de la société visée. Si l'on en croit le calcul fait par le requérant, les avantages conférés aux titulaires d'options aboutissaient à ce que ces derniers reçoivent, postérieurement à l'offre, un prix supérieur à celui retenu dans le cadre du retrait obligatoire et qu'il soit fixé, sans justification, à partir de modalités différentes. La rupture d'égalité était donc bien consommée¹⁶²⁵.

518. Contestable et isolée, cette solution ne devrait pas remettre en cause le domaine du principe d'égalité, d'autant que la réglementation actuelle impose de proposer le rachat de l'ensemble des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée¹⁶²⁶. Sous réserve de critères objectifs de différenciations ou du consentement contraire des intéressés, l'égalité devant la contrepartie doit donc jouer entre tous les actionnaires en puissance de la société visée.

¹⁶²² V. *supra* n°480.

¹⁶²³ V. *supra* n°485.

¹⁶²⁴ A. VIANDIER, « L'expropriation » de l'actionnaire minoritaire dans le cadre du retrait obligatoire » *JCP E* nov. 1998, 1880, n°17-18.

¹⁶²⁵ J.-J. DAIGRE, « Évaluation des actions à l'occasion d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, Pot-pourri sur le retrait obligatoire », *JCP G* janv. 1999, II, 10008, *spéc.* p.92.

¹⁶²⁶ Art. 231-6 RG AMF.

III. Une égalité d'ordre public

519. Le caractère d'ordre public du principe d'égalité. Le caractère d'ordre public du principe d'égalité fait peu de doute. Très tôt, la jurisprudence est venue reconnaître le caractère impératif de la réglementation boursière¹⁶²⁷, et a récemment affirmé que les principes généraux des offres, au premier rang desquels figure celui d'égalité de traitement, appartenaient à l'ordre public de direction¹⁶²⁸. Malgré ce caractère, des auteurs ont observé que certaines situations étaient tolérées alors même qu'elles violeraient le principe d'égalité. Le caractère d'ordre public du principe varierait ainsi selon les contentieux et l'importance des enjeux concurrents. Fort heureusement, l'analyse des situations désignées dévoile que toutes ne constituent pas des atteintes au principe. Mais si certaines des situations dénoncées ne contredisent l'égalité qu'en apparence, d'autres violent le principe en toute impunité.

520. Les atteintes apparentes à l'égalité. Au début des années 2000, un auteur a relevé plusieurs situations dans lesquelles des atteintes au principe d'égalité seraient tolérées dès lors qu'elles joueraient en faveur des actionnaires minoritaires¹⁶²⁹. Trois illustrations sont données. Elles seront tour à tour discutées.

La première situation a déjà été présentée. Elle concerne les hypothèses dans lesquelles certains titulaires de titres visés par une offre acceptent d'être moins bien traités que d'autres, comme à l'occasion de l'offre de Schneider sur les titres Legrand¹⁶³⁰. Bien que singulière, cette situation n'est pas constitutive d'une atteinte au principe d'égalité. Elle s'explique plutôt par le caractère relatif de l'égalité, qui permet à ses bénéficiaires d'y renoncer individuellement¹⁶³¹. Dans cette hypothèse, il n'y a pas atteinte à l'égalité, qui demeure entre les autres destinataires de l'offre, mais renonciation au bénéfice de celle-ci. Le principe écarté, il ne saurait être violé.

La deuxième rupture d'égalité alléguée serait le fruit de la pratique des garanties de passif consenties par les cédants d'un bloc de contrôle¹⁶³². La garantie de passif étant difficile à évaluer, le cédant qui accepterait de délivrer une garantie à l'initiateur d'une offre se verrait moins bien traité que les destinataires de l'offre qui, eux, ne supporteraient pas la charge de

¹⁶²⁷ V. *infra* n°800.

¹⁶²⁸ CA Paris, n°20/03915, 22 avril 2021, *préc.*, n°185 et 206.

¹⁶²⁹ F. PELTIER, « L'inégalité dans les offres publiques », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2003, p.244.

¹⁶³⁰ F. PELTIER, « L'inégalité dans les offres publiques », *préc.*, p.245.

¹⁶³¹ V. *supra* n°512.

¹⁶³² F. PELTIER, « L'inégalité dans les offres publiques », *préc.*, p.245.

la garantie et toucheraient néanmoins la même contrepartie que le garant. De nouveau, la rupture d'égalité n'est qu'apparente. En effet, la réglementation autorise à retenir pour l'offre un prix différent de celui retenu pour l'acquisition du bloc de contrôle afin de refléter la différence de situation qui existe entre le cédant du bloc de contrôle, qui assume le poids d'une garantie de passif, et les autres actionnaires qui ne l'assument nullement¹⁶³³. Le droit permet donc de traiter distinctement des situations dissemblables. Si une inégalité naît, ce n'est dès lors pas du fait de la réglementation, mais de l'évaluateur qui n'a pas su apprécier la part que représentait la garantie de passif dans le prix d'acquisition du bloc de contrôle. Ce n'est pas l'application du principe d'égalité qu'il faut dénoncer, mais l'évaluation.

Enfin, une dernière rupture d'égalité résulterait de l'interdiction de conditionner le succès d'une offre à l'atteinte du seuil de 95 % du capital ou des droits de vote de la société visée¹⁶³⁴. En effet, faute de pouvoir stipuler une telle condition, qui permet de bénéficier du régime avantageux de l'intégration fiscale, les cédants du contrôle assumeraient le risque de non atteinte du seuil, contrairement aux destinataires de l'offre qui ne supporteraient pas cet aléa. L'offre déposée par la société France Thermes sur les titres de la société M. R. & Associés prévoyait ainsi qu'en cas de non atteinte du seuil de 95 % du capital de la société visée, le prix payé aux cédants du bloc de contrôle serait réduit de 5 %, alors que le prix de l'offre demeurerait lui égal à 100 % du prix de cession du bloc¹⁶³⁵. L'inégalité de traitement n'est toutefois qu'apparente. En effet, dans une telle hypothèse, les cédants du contrôle ont entièrement consenti à la différence de traitement opérée, et ont dès lors renoncé au bénéfice de l'égalité. En outre, on observera qu'en pratique, cette différence de traitement peut parfaitement être évitée, en fixant par exemple un prix d'acquisition moins élevé et en prévoyant l'attribution d'un complément de prix en cas de dépassement du seuil de 95 % du capital et des droits de vote de la société visée¹⁶³⁶.

521. L'atteinte caractérisée au principe : la pratique des compléments de prix. Contrairement aux situations exposées précédemment, une pratique constitue bien une entorse caractérisée au principe d'égalité. Il s'agit de l'octroi, par l'initiateur d'une offre, de compléments de prix réservés à certains actionnaires de la société visée. Cette pratique s'est notamment illustrée à l'occasion de la bataille pour le contrôle de la société Club Méditerranée, où des actionnaires de cette société avaient conclu des contrats de cession avec la société Global Resort, initiatrice d'une offre concurrente libellée à un prix unitaire de 23 €

¹⁶³³ Art 234-6 3° RG AMF.

¹⁶³⁴ F. PELTIER, « L'inégalité dans les offres publiques », *préc.*, p.245.

¹⁶³⁵ CMF, déc. n°203C0039, 9 janv. 2003, *Mr & Associés* ; *Note d'information conjointe*, 14 janv. 2003, p.1.

¹⁶³⁶ V. par ex. CMF, déc. n°203C1528, 29 sept. 2003, *Péchiney* ; AMF déc. n°213C1735, 13 nov. 2013, *préc.*

par action. Ces accords de cession prévoyaient qu'en cas de surenchère, d'offres concurrentes ou d'échec des offres déposées sur Club Méditerranée, Global Resort payerait aux actionnaires cédants la différence, par action, entre 23 € et le prix de la surenchère, de l'offre concurrente ou le prix de revente des titres¹⁶³⁷. Les autres destinataires de l'offre qui apportaient leurs actions à l'offre au prix simple de 23 € ne bénéficiaient pas de tels avantages. Une rupture d'égalité était dès lors caractérisée¹⁶³⁸. Une démonstration relativement simple suffit à s'en persuader.

D'abord, et la précision a son importance, la stipulation contractuelle suivant laquelle les cédants pourront bénéficier, en cas de surenchère ou d'offre concurrente, de la différence entre le prix par action finalement versé et 23 €, n'emporte aucune inégalité entre actionnaires¹⁶³⁹. La situation est équivalente à celle des autres destinataires de l'offre, qui pourront également bénéficier des termes d'une surenchère ou d'une offre concurrente. L'autre avantage conféré aux cédants est, lui, plus problématique. En prévoyant qu'en cas d'échec de l'offre, puis de cession par l'initiateur des actions Club Méditerranée à un prix supérieur à 23 €, les anciens cédants bénéficieront d'un complément de prix, la clause introduit une disparité avec les autres actionnaires, tiers à la convention, qui ne bénéficieront pas d'une telle faveur. Par la rupture d'égalité qu'elle emporte, cette stipulation contractuelle viole donc l'exigence d'égalité devant la contrepartie. L'AMF a d'ailleurs déjà condamné ce type de clause par le passé¹⁶⁴⁰. La pratique ne donna pourtant lieu à aucune réaction de la part de l'autorité de marché dans le cadre de l'offre publique sur les titres Club Méditerranée. Cette entorse au principe est difficilement compatible avec son caractère d'ordre public. Elle risque d'instaurer une égalité à deux vitesses. Aussi faut-il espérer qu'un contrôle plus abouti des compléments de prix soit rapidement mis en place.

522. L'atteinte potentielle au principe : l'exclusion des actionnaires résidents américains. Un second phénomène porte potentiellement atteinte au principe d'égalité de traitement. Dans les faits, il arrive régulièrement que des initiateurs excluent du bénéfice de leurs offres les actionnaires qui résident sur le territoire américain. Cette pratique s'explique historiquement. En effet, jusqu'au début des années 2000, la réglementation américaine était

¹⁶³⁷ Global Resorts, « Global Resorts increases the prices of its tender offer for Club Méditerranée to €23.00 euros per share », *Press Release*, 11 nov. 2014, p.3: "The agreements with [the sellers] provide that in case of an increased offer by Global Resorts, or in case of a competing offer or an increased offer by a third party bidder, or in the event such offers and this offer fail if the shares are sold within 12 months, Global Resorts will pay to the funds and/or entities discretionary managed by [the sellers], the difference, per share, between the price of the increased or competing bid or the sale price and €23.0".

¹⁶³⁸ Dans le même sens v. A. GAUDEMET, « Club Méditerranée : du mauvais usage de la surenchère automatique en matière boursière », *Bull. Joly Bourse* févr. 2015, p.94, *spéc.* n°8.

¹⁶³⁹ V. toutefois, sur le terrain de l'exigence de loyauté des offres, *infra* n°627.

¹⁶⁴⁰ AMF, déc. n°212C1363, 16 oct. 2012, *préc.*

par principe entièrement applicable aux offres publiques faites aux États-Unis sur les titres de sociétés situées hors de ce pays. Lorsqu'une offre était déposée sur une société française dont certains actionnaires résidaient aux États-Unis, la mise en conformité de l'offre avec les règles américaines augmentait le coût, la durée et la complexité de l'opération. Pour éviter ces complications et contourner l'obligation d'appliquer la réglementation américaine, les initiateurs ont rapidement introduit, au sein de leur note d'information, une clause excluant les actionnaires américains du bénéfice de l'offre publique. À l'époque, le fait que de nombreuses règles supplémentaires trouvaient à s'appliquer en présence d'actionnaires résidents aux États-Unis pouvait justifier la mise en place d'une différence de traitement. Reposant sur un critère objectif de différenciation, la distinction opérée était respectueuse du principe d'égalité et de son caractère relatif¹⁶⁴¹. Il n'est toutefois pas certain que ce raisonnement puisse encore valoir aujourd'hui. En effet, depuis le 24 janvier 2000, date d'entrée en vigueur de la *Rule* n°33-7759 de la Securited Exchange Commission¹⁶⁴² (« SEC »), la réalisation d'une offre publique aux États-Unis a été largement facilitée, surtout lorsque l'actionnariat états-unien ne dépasse pas 10 % du capital de la société visée. Dans cette hypothèse, le régime de faveur *Tier I Exemption* s'applique et l'offre publique n'est pas soumise au respect des principales règles de droit financier américain. Ce régime de faveur n'a cependant pas suffi à mettre un terme à l'exclusion quasi-systématique des actionnaires américains du bénéfice des offres publiques¹⁶⁴³. Si cette pratique est parfaitement admise par la SEC¹⁶⁴⁴, il n'est pas sûr qu'elle soit conforme au principe d'égalité du droit français¹⁶⁴⁵. En effet, lorsque l'actionnariat américain est résiduel, l'application du régime *Tier I Exemption* assouplit les contraintes pesant sur l'initiateur et rapproche la situation des résidents états-unien de celle des résidents français. Dans cette hypothèse, il n'est pas certain que la différence de situation soit suffisamment importante pour justifier une différence de traitement. Il serait en outre hasardeux de considérer que le domaine du principe d'égalité se limiterait aux ressortissants français, l'application de la réglementation des offres étant

¹⁶⁴¹ V. *supra* n°476 et s.

¹⁶⁴² SEC, *Rule* n°33-7759 *Cross-Border Tender and Exchange Offers, Business Combinations and Rights Offerings*, 26 oct. 1999.

¹⁶⁴³ A. KIRRY, L. HARARI « Offres publiques : que faire des actionnaires américains ? », *Bull. Joly Bourse* juill. 2003, p.393 et s., *spéc.* p.400 et p.401 ; A. GRIDEL, *Marchés et instruments financiers en droit international privé, op cit.*, n°489. Pour des notes d'informations récentes opérant cette exclusion v. SVF II Strategic Investments AIV LLC, n°223C1449, *Note d'information*, 19 sept. 2023, p30 et p.31 ; Grenadier Holdings Ltd, n°223C1459, *Note d'information*, 19 sept. 2023, p.18 ; HID Global SAS, n°223C1493, *Projet de Note d'information*, 25 sept. 2023, p.20.

¹⁶⁴⁴ E. F. GREENE, A. L. BELLER, et *alii.*, *U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, 12th ed., Wolters Kluwer, 2018, § 9.05.

¹⁶⁴⁵ A. KIRRY, L. HARARI « Offres publiques : que faire des actionnaires américains ? », *préc.*, p.394, p.400 et p.401 ; A. PIETRANCOSTA, J.-F. PRAT, « Offres publiques et droit des sociétés », *op cit.*, n°329.

fonction du lieu du siège social de la société visée et du lieu de cotation de ses titres, non de la nationalité des destinataires de l'offre¹⁶⁴⁶.

523. Conclusion de Section. L'égalité de traitement qui joue en droit des offres s'organise autour de deux composantes. La première joue devant la contrepartie fixée par l'initiateur d'une offre. Elle implique de traiter de façon égale les destinataires de l'offre placés dans une situation semblable en leur offrant un prix ou une parité d'échange identiques. À l'inverse, le principe d'égalité autorise des disparités de traitement dès lors qu'elles reposent sur des critères objectifs de différenciation tels que la qualité du porteur de titres, les caractéristiques des titres visés et les modalités d'acquisition des titres ou de versement du prix. En présence d'un prix plancher néanmoins, l'exigence d'égalité évolue et se rapproche de l'impératif de protection : elle interdit à l'initiateur d'introduire une différence de traitement entre les cédants du contrôle et les destinataires de l'offre. Enfin, lorsqu'une différence objective de situation autorise l'initiateur d'une offre à proposer une contrepartie distincte aux différentes catégories de porteurs dégagées, toute exigence égalitaire ne disparaît pas pour autant. Le principe d'égalité fait alors obstacle à ce qu'une différence de traitement aboutisse à avantager une catégorie plutôt qu'une autre sans qu'existe une justification à cet avantage. Dans le cadre des retraits obligatoires, le principe d'égalité semble enfin revêtir une dimension singulière : il maintiendrait l'égal accès aux prérogatives attachées à la qualité d'actionnaire.

La seconde composante de l'égalité est relative à l'accès à l'information. L'exigence, qui ne se confond pas avec celle de transparence, garantit à l'ensemble des acteurs présents sur le marché le droit d'accéder, dans les mêmes conditions, aux informations relatives à l'offre. L'examen de la pratique décisionnelle révèle cependant que l'égalité d'accès à l'information n'a encore jamais produit de conséquences directes en période d'offre.

Les deux composantes du principe d'égalité de traitement des actionnaires partagent quatre caractéristiques. Elles sont d'abord relatives, bien qu'une décision ait pu laisser croire, à tort, qu'existerait une égalité absolue devant la prime ou la décote des titres. Elles jouent ensuite dans les rapports externes à la société et entre actionnaires en puissance. Enfin, les deux aspects du principe sont placés sous le sceau de l'ordre public. La pratique des compléments de prix et celle de l'exclusion des actionnaires américains conduisent parfois à l'oublier.

¹⁶⁴⁶ Art. L.433-3 Code mon. fin., art. 4 Dir. 2004/25/CE *préc.*

524. Conclusion de Chapitre. En droit des sociétés comme en droit des offres, l'égalité de traitement des actionnaires est un principe général dont on aurait tort de nier la réalité. Dans ces deux branches du droit cependant, la consistance du principe n'apparaît qu'à la condition de cesser de voir en lui une idole aux traits absolus.

L'égalité qui opère en droit des sociétés est relative. Elle l'est d'abord parce qu'elle n'exige qu'une identité de traitement entre actionnaires placés dans une situation semblable. Elle ne fait pas obstacle à ce que des situations dissemblables reçoivent des traitements distincts dès lors que les distinctions opérées reposent sur des critères de différenciation objectifs. Le principe d'égalité est ensuite commutatif : il tolère que des disparités puissent exister entre actionnaires placés dans une même situation à la double condition que ces disparités aient été consenties par les intéressés et qu'elles ne heurtent pas l'intérêt social.

Parfois élevée en rang de principe souverain des offres, l'exigence d'égalité est pourtant tout aussi relative dans ce contexte particulier. L'étude des décisions rendues démontre néanmoins que le principe est doté d'une portée originale. Il impose une identité de traitement devant la contrepartie fixée et l'information délivrée. L'égalité devant la contrepartie implique que chaque titulaire d'un titre visé par l'offre puisse bénéficier d'un prix ou d'une parité d'échange identique à celui proposé aux autres détenteurs de titres appartenant à la même catégorie. Il n'interdit pas de traiter de façon disparate des titulaires de titres qui appartiennent à des catégories distinctes, à condition toutefois que la distinction n'aboutisse pas à avantager indument une catégorie sur une autre. En présence d'un prix plancher, l'exigence d'égalité se renforce : elle impose d'accorder aux destinataires de l'offre un traitement identique à celui dont ont bénéficié les cédants du contrôle. Enfin, l'égalité devant la contrepartie revêt une dimension supplémentaire lors de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. Dans ces circonstances, le principe fait obstacle à ce que la procédure produise des conséquences irréversibles et mine l'égal accès aux prérogatives attachées à la qualité d'actionnaire. Autre composante du principe, l'égalité devant l'information produit des effets moins ostensibles. Elle assure à l'ensemble des acteurs présents sur le marché un égal accès aux données relatives à l'offre. L'exigence se confond toutefois très largement avec la réglementation des délits d'initiés et les règles de diffusion de l'information propres aux offres publiques.

Les expressions particulières de l'égalité ont aussi permis de dégager les caractères généraux du principe dans le contexte des offres. Certains le rapprochent de l'égalité qui gouverne le droit des sociétés. Il en est ainsi de son caractère relatif et de la possible renonciation à son bénéfice. D'autres l'en éloignent. Le caractère externe du principe et son domaine d'application le distinguent de l'égalité qui régit le droit des sociétés. Enfin, son

caractère d'ordre public témoigne de l'importance particulière qu'il revêt en période d'offre. Un examen plus poussé de la pratique décisionnelle révèle cependant que l'égalité n'est pas systématiquement respectée. Il arrive que l'attribution de compléments de prix aboutisse à rompre l'égalité devant la contrepartie de l'offre, ce qui nuit à l'effectivité du principe.

CHAPITRE 2. LE PRINCIPE DE LIBRE JEU DES OFFRES ET DES SURENCHÈRES

525. Marché et libre concurrence. La concurrence entre les acteurs qui évoluent sur les marchés assure que la rencontre de l'offre et la demande s'y opère parfaitement. Parce qu'elle constitue « l'alpha et l'oméga »¹⁶⁴⁷ de ces marchés, les autorités de régulation ont toujours eu à cœur de garantir la libre concurrence en neutralisant les pratiques susceptibles de l'entraver¹⁶⁴⁸. L'exigence de libre compétition se retrouve donc logiquement en droit des offres, où le libre jeu des offres et des surenchères fait figure de principe général. Si la référence au principe est timide dans la décision générale de la COB du 25 juillet 1978¹⁶⁴⁹, et que son intitulé a pu changer au cours du temps, la réglementation a toujours affirmé que le bon déroulement des offres impliquait de respecter le libre jeu de ces dernières¹⁶⁵⁰. L'actuel article 231-3 du RG AMF, qui dispose que « toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères », ne déroge pas à l'observation.

526. Annonce. Si le principe est ancré dans l'histoire des offres publiques, sa portée est toutefois difficile à saisir, tant le mot « liberté » fait partie de ceux qui ont plus de valeur que de sens¹⁶⁵¹. Les expressions contentieuses du principe permettent néanmoins d'en dégager deux composantes. Comme son intitulé l'indique, le principe reconnaît, d'une part, la liberté de déposer une offre et d'autre part, la liberté d'enchérir sur celle-ci. Le premier volet du principe emporte donc des conséquences sur le terrain des moyens de défense permettant de

¹⁶⁴⁷ J.-J. DAIGRE, *Les offres publiques en bourse, aspect juridique, op cit.*, p.67.

¹⁶⁴⁸ J. AZÉMA, *Le Droit français de la concurrence*, PUF, 1989, n°29 ; Cl. LUCAS De LEYSSAC, M. CHAGNY, « Concurrence et compétition : deux concepts à distinguer pour mieux organiser le droit de l'économie de marché » in *Les concepts émergents en droit des affaires*, (dir.) E. Le Dolley, LGDJ, 2010, p.93, spéc. n°18-19.

¹⁶⁴⁹ On voit toutefois apparaître l'idée à travers un paragraphe : « Dès lors notamment que, pendant le déroulement d'une offre publique, un ou plusieurs opérateurs, qu'il s'agisse d'un tiers ou d'une personne appartenant au groupe défendeur ou lié avec lui, cherche soit à acquérir le contrôle de la société visée, soit à renforcer la position du groupe défendeur d'une façon significative, il serait anormal qu'il réalise ces objectifs par des achats sur le marché. Le règlement général de la Compagnie des agents de change prévoyant la procédure de l'offre concurrente, c'est par ce moyen que, dans ces circonstances, doit s'exprimer une telle contestation car il permet seul en pareil cas de réserver un traitement égal à l'ensemble des actionnaires désireux de céder leurs titres » (COB, *déc. générale relative aux offres publiques*, 25 juill. 1978, *préc.*, I.).

¹⁶⁵⁰ L'art. 3 de l'anc. Règl. COB n°89-03 disposait que « La compétition que peut impliquer une offre publique s'effectue par le libre jeu des offres et de leurs surenchères ». L'art. 4 de l'anc. Règl. COB n°02-04 imposait quant à lui d'agir « dans le respect du libre jeu des offres et de leurs surenchères ».

¹⁶⁵¹ P. VALÉRY, *Œuvres complètes*, t.2, Pléiades, 1960, p.951 : « Liberté. C'est un de ces détestables mots qui ont plus de valeur que de sens ; qui chantent plus qu'ils ne parlent ; qui demandent plus qu'ils ne répondent ; de ces mots qui ont fait tous les métiers ; et desquels la mémoire est barbouillée de Théologie, de Métaphysique, de Morale et de Politique ; mots très bons pour la controverse, la dialectique, l'éloquence ; aussi propres aux analyses illusoire et aux subtilités infinies qu'aux fins de phrases qui déchaînent le tonnerre ».

s'opposer à une offre (**Section 1**), tandis que son second volet touche à la compétition pour l'acquisition du contrôle (**Section 2**).

Section 1. Le libre jeu et les moyens de défense

527. Annonce. Pour saisir l'articulation du principe de libre jeu avec les moyens de défense dont dispose une société visée par une offre, il convient d'opérer une distinction entre les défenses universelles (§1) et celles n'ayant qu'une portée individuelle, en ce qu'elles n'ont vocation à jouer qu'à l'encontre d'un initiateur particulier (§2).

§1. Le principe de libre jeu et les défenses universelles

528. Libre jeu et défenses anti-offre. Les implications du principe de libre jeu en matière de défenses anti-offre sont longtemps demeurées floues. S'il est certain que le principe reconnaît à tout acteur le droit fondamental d'initier une offre publique sur une société cotée, prérogative qui semble d'ailleurs découler autant de ce principe que de la libre négociabilité des titres concernés, plusieurs affaires ont pu laisser croire que le principe impliquait également un devoir de passivité de la part des sociétés visées par une offre. L'étude du droit positif démontre que cette conception est désormais dépassée.

529. L'hostilité passée vis-à-vis des moyens de défense. Longtemps, aux États-Unis comme en France, les autorités chargées du bon déroulement des offres publiques ont témoigné d'une certaine aversion envers les défenses déployées par les sociétés cibles¹⁶⁵². Plusieurs décisions rendues au début des années 1980 jusqu'à la fin des années 1990 témoignent de cette hostilité vis-à-vis des moyens de défenses anti-offre, hostilité qui n'a d'ailleurs pas échappé à la doctrine de l'époque¹⁶⁵³. Pendant plusieurs années, le principe de libre jeu impliquait ainsi une obligation de passivité de la part des sociétés visées¹⁶⁵⁴.

¹⁶⁵² P.-H. CONAC, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC*, *op cit.*, n°200-201.

¹⁶⁵³ R. VATINET, « Les défenses anti-OPA », *Rev. Soc.* 1987, p.539, *spéc.* n°34 ; A. VIANDIER, « Offres publiques et droit des sociétés », *Gaz. Pal.* 3 mai 1988, p.247, *spéc.* n°20 ; P. BÉZARD, « Le changement de contrôle d'une société cotée », *préc.*, p.102-103 ; W. L. LEE, D. CARREAU, « Les moyens de défense à l'encontre des offres publiques d'achat inamicales en France », D.1988, *chron.*, p.15, *spéc.* n°2 ; A. VIANDIER, *OPA, OPE, garantie de cours, retrait, OPV, droit des offres publiques*, 2^e éd., *op cit.*, n°1195 ; H. De VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, *op cit.*, n° 800-1 et s.

¹⁶⁵⁴ J.-M. MOULIN, « Retour sur les bons dits 'Plavix' émis dans le cadre de l'offre publique d'achat de Sanofi-Synthelabo sur Aventis », *Bull. Joly Bourse* sept. 2004, p.673 et s., *spéc.* p.675 ; Adde Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres publiques d'acquisition, état des lieux », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2002, doss. 100038, n°14 et s.

530. L'offre concurrente comme seul moyen de défense accepté. Plus précisément, les autorités semblaient à l'époque s'opposer à la mise en œuvre de toute défense à l'exception d'une seule : le dépôt d'une offre concurrente. On retrouve en effet l'affirmation suivant laquelle le dépôt d'une offre concurrence constituerait la seule défense légitime en cours d'offre au sein de la doctrine officielle de la COB¹⁶⁵⁵. Cette position fut d'ailleurs reprise par les tribunaux. À l'occasion du contentieux ayant entouré l'offre publique sur la société Perrier, le Tribunal de commerce de Paris remarquait ainsi que « s'il est légitime qu'une société cherche à se défendre contre une tentative d'agression extérieure, [...] à partir du moment où une offre est déclenchée, elle ne peut réagir que par le biais d'une offre concurrente [...] »¹⁶⁵⁶. Le seul moyen de se défendre face à une offre était donc d'en formuler une à son tour.

531. Critique de l'hostilité passée vis-à-vis des moyens de défense. Il est difficile de saisir en quoi le libre jeu des offres interdirait, par principe, de mettre en œuvre des moyens de défense autres qu'une offre concurrente. Aucune incompatibilité n'existe entre le droit reconnu à toute personne de déposer une offre publique et la faculté de se défendre face à celle-ci. La liberté d'initier une offre n'implique pas, en elle-même, un droit à la réussite de son offre. Bien au contraire, le libre dépôt d'une offre paraît même avoir pour corollaire la reconnaissance, pour la cible, de la faculté de se défendre. Des auteurs l'ont très justement souligné : « Dès lors que notre droit positif consacre le principe de la liberté dans la compétition, cette liberté doit bénéficier à tous et, tout particulièrement, à la société cible et à ses actionnaires. [...] Ce principe ne peut être réservé à certains acteurs seulement, laissant la cible spectatrice du spectacle dont elle est l'objet »¹⁶⁵⁷. Partant, c'est moins le principe de libre jeu des offres que la volonté d'encourager les rapprochements économiques qui paraît expliquer l'hostilité face aux mesures de défense¹⁶⁵⁸.

532. Le dépassement de cette hostilité. La défiance vis-à-vis des mesures de nature à faire échouer une offre est désormais dépassée. Le changement de perspective s'est d'abord opéré dans les textes. La réglementation est ainsi venue reconnaître aux sociétés visées par une offre la possibilité de se défendre. L'ancien article 5-2-9 du RG CMF permit à l'initiateur

¹⁶⁵⁵ COB, *Rapport annuel* 1978, p.81 ; *Rapport annuel* 1987 p.134 ; *Rapport annuel* 1989, p.166 ; *Bull. mens.* sept. 1989, n°228, p.11. Les propos tenus par un ancien secrétaire général de la COB en témoignent également (P. MORDACQ, « Les OPA sauvages en France », *Rev. dr. banc. bourse*, mars-avr. 1988, p.34 et s., *spéc.* p.35 : « toute personne qui veut s'opposer à l'offre ne peut utiliser d'autre moyen qu'une offre concurrente »).

¹⁶⁵⁶ TC Paris, 16 mars 1992, *SA Saint-Louis, SPG. SA Nestlé, SA Demilac et autres* ; *RJC* 1992, p.209, note A. Couret ; *Bull. Joly* mai 1992, p.526, note M. Jeantin ; *Gaz. Pal.* 29 oct. 1992, p.634, note J.-P. Marchi.

¹⁶⁵⁷ E. CAFRITZ, D. CARAMALLI, « Les mesures de défenses anti-OPA à l'épreuve de l'AMF. La licéité contestée des 'Bons Plavix' », in *Mélanges AEDBF France IV*, Banque, 2004, p.67 et s., *spéc.* p.77.

¹⁶⁵⁸ W. L. LEE, D. CARREAU, « Les moyens de défense à l'encontre des offres publiques d'achat inamicales en France », *préc.*, n°2.

d'une offre de revenir sur son caractère irrévocable dès lors que la cible avait, pendant le déroulement de l'offre, adopté des mesures modifiant sa consistance ou rendant l'offre sans objet¹⁶⁵⁹. Ce faisant, la réglementation autorisait, implicitement mais nécessairement, la mise en place de défenses en cours d'offre¹⁶⁶⁰. Rejoignant cette conception, la Cour d'appel de Paris affirma dans un arrêt du 15 mars 2000 « qu'il n'est pas non plus interdit aux dirigeants d'une société de tenter de combattre l'action engagée par certains associés pour apparemment modifier la politique de l'entreprise, dès lors qu'ils le font par des moyens licites et dictés par le souci de défendre l'intérêt de la société »¹⁶⁶¹, ce qui fut interprété comme la reconnaissance, dans ce qui a valeur d'un attendu de principe, d'un droit général de se défendre en cours d'offre¹⁶⁶². Confirmant l'analyse, La COB déclara deux années plus tard que la réglementation reconnaissait la licéité des mesures de défense anti-OPA votées en cours d'offre dès lors qu'elles avaient été adoptées dans le respect du principe de libre jeu des offres et des surenchères¹⁶⁶³. L'affirmation est plus nette encore en 2004, lorsqu'au détour d'un communiqué, l'AMF affirma « le principe selon lequel des mesures de défense contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet (...) »¹⁶⁶⁴. La position du législateur n'est pas différente. L'article L.233-32 I du Code de commerce dispose ainsi que la société visée par une offre peut prendre toute décision de nature à faire échouer l'offre dans la limite de son intérêt social¹⁶⁶⁵. La loi Florange du 29 mars 2014 a d'ailleurs transféré des actionnaires au conseil d'administration la faculté de prendre des mesures susceptibles de faire échec à l'offre. En passant de la passivité de principe du conseil d'administration à la liberté de faire échouer l'offre, cette loi confirme la licéité des mesures de défense et facilite leur mise en œuvre¹⁶⁶⁶. Le décalage entre les différentes éditions d'un ouvrage de référence sur les offres publiques rend également compte du dépassement de l'hostilité vis-à-vis des défenses anti-offres. En effet, si les éditions du début des années 1990 soulignaient que « la société est

¹⁶⁵⁹ Cette disposition figure désormais à l'article 232-11 al.2 du RG AMF.

¹⁶⁶⁰ En ce sens v. F. BARRIÈRE, « La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique », *Bull. Joly Bourse* oct. 2014, p.508, *spéc.* n°36 ; J.-M. MOULIN, « Retour sur les bons dits 'Plavix' émis dans le cadre de l'offre publique d'achat de Sanofi-Synthélabo sur Aventis », *préc.*, p.675 ; E. CAFRITZ, D. CARAMALLI, « Les mesures de défenses anti-OPA à l'épreuve de l'AMF. La licéité contestée des 'Bons Plavix' », *op cit.*, p.77.

¹⁶⁶¹ CA Paris, n°2000/04127, 15 mars 2000, *Groupe André* ; *Bull. Joly. Soc.* juin 2000, p.625, note A. Couret ; *Bull. Joly Bourse* juill. 2000, p.323, note N. Rontchevsky ; *JCP E* juin 2000, p.1046, note A. Viandier.

¹⁶⁶² A. VIANDIER, « La décision de cession des actions d'autocontrôle n'est pas en soi contraire à l'intérêt social », *JCP E* juin 2000, p.1046, *spéc.* n°14.

¹⁶⁶³ COB, *Rapport annuel* 2002, p.74. Un auteur remarque ainsi que l'anc. Règl. COB n°2002-04 reconnaissait explicitement la licéité de certaines mesures de défense, consacrant ainsi le droit positif tiré de la jurisprudence (H. De VAUPLANE, « Droit des offres publiques. Le cadre réglementaire et institutionnel », *op cit.*, n°27).

¹⁶⁶⁴ AMF, déc. n°204C0544, 23 avr. 2004, *Aventis*.

¹⁶⁶⁵ V. *infra* n°707 et n°708.

¹⁶⁶⁶ F. BARRIÈRE, C. De REALS, « La loi Florange : une loi anti-OPA ? », *préc.*, n°29 et s.

particulièrement démunie » durant la période d'offre¹⁶⁶⁷, les éditions suivantes énoncent seulement que « toute société visée a le droit de se défendre ; ce qui vaut avant l'offre vaut tout autant en période d'offre »¹⁶⁶⁸.

533. La prohibition des défenses absolues. En droit positif, le respect du libre jeu des offres ne suppose donc pas que la société visée adopte une attitude passive. La liberté d'initier une offre a toutefois pour corollaire l'interdiction des défenses qui constituent un obstacle absolu à la réussite d'une offre¹⁶⁶⁹. Si la jurisprudence n'a jamais expressément conféré une telle portée au principe, trois arguments viennent au soutien de cette analyse.

En premier lieu, la notion même de libre jeu des offres suppose qu'une offre puisse être effectivement déposée sur tout émetteur. Une offre doit toujours être susceptible de réussir. Tant qu'elles demeurent relatives, les défenses dissuadent le dépôt d'une offre ou en réduisent l'attrait. Elles n'annihilent pas totalement les chances de succès de celle-ci et se révèlent donc conformes au principe de libre jeu. Au contraire, lorsque l'obstacle est dirimant et que l'éventualité de succès est entièrement anéantie, la liberté de déposer une offre devient pur artifice. Il est alors possible de considérer que le principe vient s'opposer à la mise en place de telles protections¹⁶⁷⁰. Si l'on peut se placer aux meurtrières, baisser la herse et relever le pont-levis, il n'est en revanche pas possible de faire disparaître le château. Un arrêt du 8 septembre 2015 de la Cour d'appel de Paris peut être interprété en ce sens. En l'espèce, le requérant affirmait que la forme sociale de la commandite par action interdirait « toute possibilité de surenchère » et s'avérerait contraire au principe de libre jeu¹⁶⁷¹. La réponse de la cour d'appel ne se fit pas attendre : « les sociétés en commandite par actions ayant, comme les sociétés anonymes, la capacité d'être cotées en bourse, on ne saurait considérer que leur structure juridique propre est contraire aux principes de loyauté, d'égalité et de libre jeu des offres et des surenchères, sauf à postuler qu'elles ne peuvent faire l'objet d'une offre publique d'acquisition ». En reconnaissant que la forme de commandite par action n'est pas contraire au libre jeu parce qu'elle est susceptible d'être cotée en bourse et de faire l'objet d'une offre, la cour d'appel paraît considérer, *a contrario*, qu'un procédé qui empêcherait totalement une

¹⁶⁶⁷ A. VIANDIER, *OPA, OPE, garantie de cours, retrait, OPV, droit des offres publiques*, 2^e éd., *op cit.*, n°1195 ; *OPA OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 1999, n°2040.

¹⁶⁶⁸ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, 5^e éd., *op cit.*, n°2041.

¹⁶⁶⁹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°335 ; J. DEEGE, « Défenses anti-OPA » *préc.*, n°010 ; A. PIETRANCOSTA, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *préc.*, n°16.

¹⁶⁷⁰ Sur l'articulation de l'art. L.233-32 I du Code com., de l'intérêt social et du libre jeu des offres, v. *infra* n°707 et n°708.

¹⁶⁷¹ CA Paris, n°2015/07257, 8 sept. 2015 ; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2016, comm. 41, note A. Soilleux et Y. Piette.

société cotée de faire l'objet d'une offre contredirait le principe de libre jeu. La lecture du rapport annuel de l'AMF conforte cette interprétation¹⁶⁷².

En second lieu, une défense qui ferait absolument obstacle à la réalisation d'une offre s'avérerait incompatible avec la logique de marché. En effet, la négociabilité des titres et leur cotation entraînent, *de facto*, l'impossibilité de prévoir des obstacles tels qu'ils contrediraient la nature publique des sociétés dont les titres sont négociés¹⁶⁷³. Cela explique d'ailleurs pourquoi le droit des offres et les règles de marché prohibent de concert les clauses d'agrément dans les statuts de sociétés cotées¹⁶⁷⁴.

En dernier lieu, interdire aux actionnaires de répondre à l'offre s'avérerait contraire à l'alinéa 2 de l'article 1836 du Code civil, qui interdit d'augmenter les engagements des associés sans leur consentement et qui s'applique à toute société, y compris cotée. L'offre étant formulée à l'intention des actionnaires, il appartient à chacun d'eux d'y répondre : les priver systématiquement de cette réponse reviendrait à augmenter leurs engagements¹⁶⁷⁵. Le principe de libre jeu s'oppose donc à la mise en place de défenses absolues, telles qu'une disposition statutaire qui interdirait aux associés de répondre à une offre non sollicitée, ou qui obligerait les initiateurs à offrir un prix prohibitif déterminé à l'avance¹⁶⁷⁶.

534. Synthèse. En droit positif, le principe de libre jeu n'impose aucun devoir de passivité aux sociétés visées par une offre. Parce que la liberté des uns s'arrête au pied de celle des autres, le libre jeu s'oppose seulement à l'érection de défenses absolues.

¹⁶⁷² AMF, *Rapport annuel 2015*, p.85.

¹⁶⁷³ Dans un sens proche, v. D. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *préc.*, n°318 ; A.-C. MULLER, *Droit financier, op cit.*, n°789, p.1099.

¹⁶⁷⁴ Art. L.228-23 et L.233-34 Code com. ; art. 6205 Règles harmonisées de marché Euronext, Livre I.

¹⁶⁷⁵ A. VIANDIER, « Défenses en cours d'offre. Les règles de compétence des organes sociaux après la loi du 31 mars 2006 », *RJDA* 2006, p.441, *spéc.* n°39.

¹⁶⁷⁶ Si de telles stipulations se retrouvent rarement en France, une illustration peut être trouvée à l'étranger. Lorsque Vivendi formula une offre sur les titres d'une société brésilienne en 2009, les statuts de cette dernière prévoyaient l'obligation pour tout acquéreur d'offrir au moins 25 % de plus que le cours le plus élevé du titre de l'année écoulée. Le principe de libre jeu s'opposerait certainement à une telle clause au sein des statuts d'une société soumise au droit français (A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°335).

§2. Le principe de libre jeu et les défenses individuelles

535. Les défenses *intuitu personae*. Si les développements qui précèdent ont démontré l'absence d'incompatibilité entre le libre jeu des offres et le déploiement de mesures anti-offre, une interrogation subsiste : une société visée par une offre peut-elle se défendre en ayant recours à des moyens destinés à ne jouer qu'à l'encontre d'un offrant en particulier ? Autrement dit, le libre jeu des offres s'oppose-t-il à la mise en place de défenses discriminatoires, qui n'existeraient que pour une offre en particulier et n'auraient pas vocation à jouer contre une autre ? L'affaire des bons Plavix et le récent contentieux Veolia Suez aident à résoudre cette interrogation.

536. L'affaire des bons Plavix. Un début de réponse a pu être apporté à l'occasion de l'affaire des bons dits Plavix¹⁶⁷⁷. Alors que la société Sanofi avait lancé une offre publique sur les titres Aventis rémunérée à hauteur de 81 % en actions Sanofi, la société visée, craignant la chute du cours du titre de l'initiateur dans l'hypothèse où l'un des brevets détenus par Sanofi viendrait à tomber dans le domaine public, envisagea d'attribuer gratuitement des bons de souscription d'actions à ses actionnaires. L'attribution de ces bons était soumise à une double condition : que l'offre de Sanofi réussisse et que des génériques du brevet soient commercialisés aux États-Unis avant le 31 décembre 2007. La veille de l'examen de ces bons par l'AMF, la société visée par l'offre précisa que pour respecter le principe du libre jeu des offres et des surenchères, les bons deviendraient également caducs dans l'hypothèse où une offre concurrente à celle de Sanofi serait déclarée recevable par l'autorité des marchés financiers. Dans un communiqué du 23 avril 2004, l'AMF prit acte de la modification du projet initial, mais condamna tout de même le procédé mis en place par Aventis¹⁶⁷⁸. L'autorité estima que l'émission des bons constituait un « moyen détourné de relèvement unilatéral du prix offert par l'initiateur » qui créait une situation ambiguë quant à la liberté d'enchérir de celui-ci, ainsi « qu'une incertitude quant au déroulement ordonné de la procédure d'offre dont elle est gardienne ». L'AMF ajouta qu'elle ne saurait tolérer des dispositifs « susceptibles de provoquer en réaction des enchaînements générateurs de grands désordres pour le marché » et qui ne joueraient « qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles ». Si la dernière affirmation nous intéresse tout particulièrement en ce qu'elle

¹⁶⁷⁷ Sur cette affaire v. E. CAFRITZ et D. CARAMALLI, « Les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF - La licéité contestée des bons Plavix », *préc.* ; J.-M. MOULIN, « Retour sur les bons dits « Plavix » émis dans le cadre de l'offre publique d'achat de Sanofi-Synthelabo sur Aventis », *préc.* ; S. SYLVESTRE, « Les bons Plavix », *LPA* 8 févr. 2005, p.8 ; H. De VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, « Chronique financière et boursière », *Banque et Droit* mai-juin 2004, p.33 ; Ph. PORTIER, « L'émission par Aventis des 'Bons Plavix' », *Rev. dr. banc. fin.* juill.-août 2004, p.269 ; A. PERÈS, « Offre Sanofi-Aventis : pourquoi les BSA Plavix n'ont pas emporté l'aval de l'AMF », *Option Finance* 10 mai 2004, p.33 ; D. MARTIN, F. BOUAZIZ, B. KANOVITCH, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2006/1, p.79 ; P.-H. CONAC, « Les bons de souscription d'actions Plavix et les principes généraux des offres publiques », *préc.*

¹⁶⁷⁸ AMF, déc. n°204C0544, 23 avr. 2004, *préc.*

semble prohiber les défenses *intuitu personae*, les différents arguments avancés méritent d'être tour à tour examinés.

537. Critique de la position retenue. Pour s'opposer à l'émission des bons, l'autorité releva que cette émission serait susceptible de provoquer en réaction des enchaînements générateurs de grands désordres. Le raisonnement a pourtant du mal à emporter la conviction. Outre le caractère purement spéculatif de cette observation, puisque l'autorité ne précise à aucun moment la nature de ces « enchaînements », il est pour le moins délicat de tirer argument d'éventuels désordres extérieurs à la société pour condamner l'actuel comportement de celle-ci. La fragilité de l'argumentaire explique certainement pourquoi l'autorité ajouta que l'émission emporterait « une incertitude quant au déroulement ordonné de la procédure d'offre dont elle est gardienne ». La rédaction lapidaire du communiqué n'aide pas à saisir la portée de cette observation : est-ce là une remarque sans portée distincte du motif précédent ou faut-il comprendre que le bon déroulement des offres constituerait un principe général s'opposant à l'émission des bons ? La lecture de l'article 231-3 du RG AMF apporte un élément de réponse. En énonçant que l'ensemble des personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et les autres principes des offres « en vue d'un déroulement ordonné des opérations », le texte ne pose pas le bon déroulement comme un principe autonome, mais comme la raison pour laquelle il est nécessaire de respecter les principes. Il s'agit donc moins d'un principe que du motif justifiant l'obligation de se plier aux principes qui régissent les offres. Le déroulement ordonné des opérations ne revêt donc pas les apparats du principe général¹⁶⁷⁹. Il ne pouvait fonder à lui seul la position de l'AMF à l'égard des Bons Plavix¹⁶⁸⁰.

Les autres arguments avancés par l'autorité intéressaient plus directement le principe de liberté des offres et des surenchères. Faisant écho à ce principe, l'AMF estima d'abord que l'émission de bons constituait « un moyen détourné de relèvement unilatéral du prix offert par l'initiateur qui crée une situation ambiguë quant à la liberté d'enchérir de celui-ci ». À

¹⁶⁷⁹ Si le concept a pu être mobilisé à deux reprises par les autorités financières, il n'a jamais produit de conséquences juridiques autonomes. À l'occasion de l'affaire BNP-Paribas, l'expression apparaît au détour d'un communiqué traitant de pactes d'actionnaires non publiés au sein duquel la COB déclara que la mise en œuvre des pactes non déclarés conformément aux exigences de la réglementation « pourrait être qualifiée de manœuvre portant atteinte au bon déroulement des offres publiques » (COB, déc. 4 mai 1999 ; *JCP E* 1999, p.1261, note J.-J. Daigre ; *RTD Com.* 1999, p.708, note Ch. Goyet). Loin d'être érigé en principe, la notion fait tout au plus figure de menace indirecte. L'expression réapparaît quelque mois plus tard pour permettre à la société Elf de renoncer à son offre défensive sur Total après qu'un accord ait été trouvé entre les parties (CMF, déc. n°199C1320, 16 sept. 1999, *Elf Aquitaine Total Fina*). À cette occasion, le CMF rappela que la renonciation à une offre était possible en cas de modification de la consistance de la société cible, mais demeurait conditionnée au respect des principes généraux des offres qui assurent le « déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché ». Ici encore, l'expression n'est pas érigée en principe général. Elle n'est que la raison qui justifie l'obligation de respecter ces principes en période d'offre.

¹⁶⁸⁰ Dans le même sens v. D. MARTIN, F. BOUAZIZ, B. KANOVITCH, « Public M&A – Offres publiques », *préc.*, p.81.

suivre cette logique, en présence d'une offre volontaire, le respect du principe de libre jeu impliquerait que nul ne puisse interférer avec la liberté d'enchérir de l'initiateur¹⁶⁸¹. Cet argument n'emporte pas la conviction. En effet, l'émission de bons n'entrave pas réellement la libre fixation du prix. À proprement parler, aucune défense n'oblige d'ailleurs l'initiateur à relever le prix de son offre. Sauf à ce que l'initiateur décide de rendre son offre plus attractive, l'émission de bons ne modifie pas le prix offert¹⁶⁸². Si l'émission de bons incite à augmenter le prix de l'offre, elle n'impose certainement pas de le relever. Même à considérer que la mesure mise en œuvre aboutisse effectivement à renchérir le coût de l'offre, force est de constater que la réglementation admet divers procédés qui permettent à une société de relever unilatéralement le prix d'une offre déposée sur ses titres. La loi autorise par exemple les sociétés à procéder à une augmentation de capital immédiate ou à terme¹⁶⁸³, ce qui aboutit nécessairement à accroître l'effort financier de l'initiateur et donc, au relèvement unilatéral du prix de l'offre. Il est dès lors difficile de condamner les mesures ayant pour conséquence de renchérir le coût d'une offre au motif qu'elles contreviendraient au libre jeu. Cette prise de position de l'AMF s'avère d'ailleurs largement incompatible avec le droit de se défendre précédemment mis en lumière. En effet, la mise en œuvre d'une défense anti-offre aboutit mécaniquement à augmenter le coût global de l'opération si l'initiateur souhaite maintenir son offre et la voir réussir. Considérer qu'il est impossible de mettre en place des défenses incitant à relever le prix proposé reviendrait à invalider l'immense majorité, voire la totalité des mesures anti-OPA. Comme le relève Monsieur Nicolas Menesson, « à la seule exception d'une défense absolue qui rendrait l'offre impossible, toute mesure de défense a pour effet, même lorsque ce n'est pas son objet, d'imposer à l'initiateur qui veut maintenir son offre de relever son prix. Condamner cet effet, c'est — à nouveau — interdire toute défense »¹⁶⁸⁴.

Le dernier argument avancé dans le communiqué permet-il de sauver le tout ? En se rattachant une nouvelle fois au principe de libre jeu, l'AMF affirma ne pas « accepter des dispositifs destinés à ne jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles ». Par cette déclaration, l'autorité semble conditionner la validité d'une défense anti-OPA à son caractère non discriminatoire. Un principe d'universalité des défenses régirait ainsi la matière et imposerait de n'adopter que des mesures susceptibles de jouer à l'encontre de tout initiateur potentiel, sans distinction possible¹⁶⁸⁵. L'affirmation peine cependant à convaincre tant elle

¹⁶⁸¹ H. De VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, « Chronique financière et boursière », *préc.*, p.34.

¹⁶⁸² D. MARTIN, F. BOUAZIZ, B. KANOVITCH, « Public M&A – Offres publiques », *préc.*, p.81.

¹⁶⁸³ Art. L.225-129 Code com.

¹⁶⁸⁴ N. MENESSION, « Défenses anti-OPA : état des lieux après l'opération Veolia/Suez », *préc.*, p.55.

¹⁶⁸⁵ P.-H. CONAC, « Les bons de souscription d'actions Plavix et les principes généraux des offres publiques », *préc.*, n°11.

apparaît déconnectée des pratiques de marché¹⁶⁸⁶. Neutraliser une défense au seul prétexte qu'elle permettrait de se protéger contre un risque inhérent à un initiateur en particulier apparaît en outre particulièrement inopportun. Si le risque n'émane que d'un projet spécifique, il est rationnel de réserver la mise en œuvre d'une défense à l'initiateur de ce projet et d'en exempter les autres¹⁶⁸⁷. En tout état de cause, consacrer un principe d'universalité des défenses entrerait en conflit avec la finalité même du libre jeu des offres, qui n'est autre que d'assurer la protection des destinataires de l'offre¹⁶⁸⁸. L'exigence d'universalité revient en effet à opter pour une politique du « tout ou rien », qui réduit drastiquement la faculté d'arbitrage des actionnaires sollicités pour répondre à l'offre.

538. Fort heureusement, la lettre de la loi dément aujourd'hui le caractère nécessairement universel des défenses. À la suite du communiqué de l'AMF, le législateur est venu encadrer l'émission de bons de souscription d'actions en période d'offre. Dans sa rédaction issue de la loi n°2006-387 du 31 mars 2006, l'article L.233-32 II alinéa 4 du Code de commerce dispose que « Les conditions d'exercice de ces bons [...] doivent être relatives aux termes de l'offre ou de toute offre concurrente éventuelle [...] ». Le texte adopté usant de la conjonction « ou » et non « et », l'exigence d'universalité des défenses ne semble plus d'actualité¹⁶⁸⁹. Malgré la formulation retenue, plusieurs auteurs, en s'appuyant sur des rapports parlementaires qui affirment que le dispositif envisagé ne devrait pas permettre de se référer à un initiateur particulier¹⁶⁹⁰, ont vu dans l'article L.233-32 la consécration d'un principe d'universalité des défenses¹⁶⁹¹. Bien qu'il soit délicat de tirer des travaux préparatoires le sens d'une loi lorsque celle-ci est claire et définitivement adoptée¹⁶⁹², le récent contentieux ayant entouré l'offre de Veolia sur la société Suez entretient le doute quant à l'exigence d'universalité des défenses.

539. L'affaire Veolia Suez. Dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur les titres de la société Suez, Suez adopta plusieurs mesures défensives entre septembre 2020 et

¹⁶⁸⁶ D. MARTIN, F. BOUAZIZ, B. KANOVITCH, « Public M&A – Offres publiques », *préc.*, p.80.

¹⁶⁸⁷ S. SYLVESTRE, « Les bons Plavix », *préc.*, p.11.

¹⁶⁸⁸ En ce sens v. E. CAFRITZ, D. CARAMALLI, « Les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF - La licéité contestée des bons Plavix », *op cit.*, p.78 ; Adde Ch. GOYET, « Offres publiques d'acquisition – Pacte d'actionnaires – contrariété de l'accord au principe de libre compétition » *RJC* 1993, p.244 et s., *spéc.* p.254-255.

¹⁶⁸⁹ Pour une conclusion identique v. A. COURET, « Les bons d'offre », *D.2006*, p.1372, *spéc.* n°13 ; D. OHL, « Les 'bons d'offre' : la fin des OPA hostiles ? », *Bull. Joly Bourse* sept. 2006, p.527, *spéc.* n°29.

¹⁶⁹⁰ H. NOVELLI, *Rapport A.N* n°2921, 1^{er} mars 2006, p.26 ; Ph. MARINI, *Rapport Sénat* n°268, 22 mars 2006, p.10.

¹⁶⁹¹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°2130 ; C. CLERC, « Les bons d'offre », *Bull. Joly Bourse* mai 2006, p.345, *spéc* n°19.

¹⁶⁹² H. CAPITANT, « L'interprétation des lois d'après les travaux préparatoires », *D.1935*, *chron.*, p.77 ; J.-M. MARX, « À propos de la valeur des travaux préparatoires dans l'interprétation des lois », *La Belgique judiciaire* 1927, p.257.

mars 2021¹⁶⁹³. Ces mesures allaient de la création d'une fondation de droit néerlandais pour sanctuariser l'activité Eau de France de Suez, à divers projets de cession d'actifs convoités par Veolia, en passant par un soutien affiché à un projet industriel concurrent proposé par le consortium Ardian-GIP. Par un communiqué en date du 2 avril 2021, l'AMF fit toutefois connaître sa position sur plusieurs des mesures prises ou annoncées par Suez et le consortium Ardian-GIP¹⁶⁹⁴. Ces mesures visaient d'abord à modifier l'objet de la fondation néerlandaise pour conditionner sa désactivation à deux cas limitatifs, qui revenaient à imposer à Veolia soit de déposer une offre publique au prix minimum de 22,50 € par action, soit d'adhérer à un schéma industriel promu par Suez et le consortium Ardian-GIP¹⁶⁹⁵. D'autres mesures accordaient ensuite des avantages au consortium, lequel déclarait d'ailleurs avoir formulé une « offre ferme », « reçue et acceptée à l'unanimité par le Conseil d'administration de Suez » et qui mettait en avant une valorisation de 20 € par action Suez¹⁶⁹⁶. Face à ces différentes initiatives, l'AMF considéra que « les modifications que la société Suez a apportées au dispositif de la fondation de droit néerlandais, combinées au soutien à la proposition du consortium Ardian-GIP négociée par le conseil d'administration, [portaient] atteinte aux règles et principes directeurs que l'AMF a pour mission de faire respecter »¹⁶⁹⁷.

Dans un document en date du 18 mai 2022 annexé au rapport annuel de l'AMF, l'autorité précisa son analyse en soulignant « que la conjonction de ces différentes mesures prises et annoncées par Suez et le consortium Ardian-GIP, eu égard notamment à l'entrave majeure qui en résultait pour la libre et égale compétition sur le marché et à l'information déficiente donnée aux investisseurs, avait eu pour effet de porter atteinte au libre jeu des offres et de leurs surenchères, ainsi qu'aux principes de transparence et d'intégrité du marché, et de loyauté dans les transactions et la compétition »¹⁶⁹⁸. À la lecture de ce document, l'on comprend que la critique adressée à Suez sur le terrain du libre jeu ne portait pas sur chaque mesure prise isolément, mais sur leur combinaison. Le président de l'AMF alors en fonction avait d'ailleurs déclaré dans la presse que c'était la « combinaison de défenses » qui n'était pas correcte vis-à-vis du droit des offres¹⁶⁹⁹. Les positions de l'AMF n'ont donc pas cherché

¹⁶⁹³ Pour une vue de ces différentes mesures et les actions en justice auxquelles elles donnèrent lieu v. D. SCHMIDT, « Les défenses de Suez contre l'OPA Veolia », *préc.*

¹⁶⁹⁴ AMF, *Communiqué de presse*, 2 avr. 2021.

¹⁶⁹⁵ Suez, *Communiqué de presse*, 21 mars 2021.

¹⁶⁹⁶ Ardian-GIP, *Communiqué de presse*, 21 mars 2021.

¹⁶⁹⁷ AMF, *Communiqué de presse*, *préc.*

¹⁶⁹⁸ AMF, *Précisions sur le rôle de l'AMF dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez*, 18 mai 2022, p.11.

¹⁶⁹⁹ Entretien disponible à l'adresse https://www.bfmtv.com/economie/replay-emissions/le-grand-journal-de-l-eco/robert-ophele-amf-nous-n-avons-subi-aucune-pression-15-04_VN-202104150410.html

à remettre en cause le droit de se défendre en période d'offre¹⁷⁰⁰, mais ont seulement dénoncé l'entrave au libre jeu des offres qui découlait de la conjonction des défenses mises en place¹⁷⁰¹.

540. Critique de la position retenue. Il est néanmoins difficile de saisir en quoi la combinaison de ces mesures heurtait le principe de libre jeu. Si plusieurs reproches sont concevables, aucun ne suscite l'adhésion.

L'on peut d'abord estimer que la somme des défenses déployées aboutissait à mettre en place une défense absolue contraire au principe de libre compétition. Cette conception est toutefois difficile à défendre. En effet, même si les cas de désactivation de la fondation étaient limités, le caractère irrévocable de la fondation n'était pas définitif. Ce dispositif ne constituait pas un obstacle absolu au succès de l'offre de Veolia qui demeurait libre, soit de céder sa propre activité de distribution d'eau afin d'éviter tout problème de concurrence, soit d'augmenter le prix de son offre, soit de consentir à une opération de cession d'actifs au profit du consortium choisi par la direction de Suez. La fondation, si elle compliquait l'opération initiée par Veolia, n'était donc pas en elle-même susceptible de faire échouer l'offre¹⁷⁰².

Il est ensuite possible d'avancer que la conjonction des mesures de défense aboutissait à octroyer un avantage déterminant par avance le succès de l'offre de Ardian-GIP au détriment du projet de Veolia¹⁷⁰³. Dans sa communication du 18 mai 2022, l'AMF qualifia d'ailleurs les différents moyens défensifs « d'avantages spécifiques et significatifs ». Des auteurs ont alors considéré que le consortium Ardian-GIP, qui n'était pas concerné par la modification du dispositif d'inaliénabilité de la fondation néerlandaise, bénéficiait d'un avantage déterminant contraire au libre jeu¹⁷⁰⁴. Cette clé de lecture peine néanmoins à convaincre, d'abord parce que l'avantage conféré n'était nullement déterminant, Veolia étant toujours libre de remporter l'offre publique en augmentant son prix ou en excluant les actifs sanctuarisés du champ de son offre, ensuite parce que Ardian et GIP n'étaient pas dans une

¹⁷⁰⁰ B. LAURENT-BELLUE, C. MAISON-BLANCHE, « Le sort des actifs d'une société cible en cas d'offre publique de prise de contrôle non sollicitée », *RTDF* 2021/1, p.82 et s., *spéc.* p.93.

¹⁷⁰¹ AMF, *Précisions sur le rôle de l'AMF dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez*, *préc.*, p.11.

¹⁷⁰² N. MENESSON, « Défenses anti-OPA : état des lieux après l'opération Veolia/Suez », *préc.*, p.63.

¹⁷⁰³ Sur l'interdiction d'octroyer un avantage déterminant par avance le succès d'une offre v. *infra* n°550 et s.

¹⁷⁰⁴ B. LAURENT-BELLUE, C. MAISON-BLANCHE, « Le sort des actifs d'une société cible en cas d'offre publique de prise de contrôle non sollicitée », *préc.*, p.93 ; N. RONTCHEVSKY, « Observations sur les sources du droit des offres publiques à l'épreuve de l'affaire Veolia-Suez », *RTD Com.* 2021 p.384, *spéc.* n°12.

situation de réelle compétition avec Veolia, le consortium ayant conditionné son projet à ce qu'un accord soit trouvé entre Suez et Veolia¹⁷⁰⁵.

Enfin, une dernière explication est envisageable. L'hostilité de l'AMF à l'égard de mesures défensives s'expliquerait par leur caractère discriminatoire, caractère qui heurterait l'exigence d'universalité des défenses anti-OPA. Comme dans l'affaire des Bons Plavix, la position de l'AMF viserait donc à condamner les défenses déployées en ce qu'elles feraient obstacle au projet présenté par Veolia et à celui-là seul. L'autorité reprocherait ainsi à Suez de « forcer la surenchère de l'initiateur » en exigeant soit le relèvement du prix de son offre, soit la modification des termes de l'offre pour intégrer le consortium Ardian-GIP¹⁷⁰⁶. De nouveau, cette position doit être regrettée. En l'état, le raisonnement aboutit à neutraliser des défenses au seul prétexte qu'elles sont efficaces parce qu'individualisées. Or, de deux choses l'une : soit une défense est absolue et elle se trouve prohibée en ce qu'elle heurte le libre jeu des offres, soit elle ne l'est pas et doit alors être tolérée, même si elle n'est mise en œuvre qu'à l'encontre d'un offrant et qu'elle lui impose un renchérissement des termes de son offre. Retenir une position différente reviendrait à condamner toute mesure de défense dès lors qu'elle s'avérerait efficace¹⁷⁰⁷, ce qui priverait les sociétés visées de toute chance d'échapper à une prise de contrôle et viderait de toute sa substance l'article 232-11 du RG AMF, qui autorise l'initiateur à renoncer à son offre « si les mesures prises par la société visée ont pour conséquence un renchérissement de l'offre pour l'initiateur ». Il serait donc heureux que « le paradoxe de l'universalisme de la défense »¹⁷⁰⁸ ne se manifeste plus dans le clair-obscur des communiqués de l'AMF.

541. Conclusion de Section. Passée l'hostilité que témoignaient au départ les autorités à l'égard des mesures de défense, le principe de libre jeu des offres ne s'oppose désormais qu'aux dispositifs qui constituent des obstacles absolus au succès d'une offre. L'analyse de deux communiqués de l'AMF révèle néanmoins qu'une certaine défiance demeure à l'égard des mesures qui n'ont vocation à jouer qu'à l'égard d'un initiateur particulier. Il faut souhaiter que cette position, que rien ne justifie, demeure cantonnée aux communiqués en principe dénués de force juridique.

¹⁷⁰⁵ Ardian-GIP, *Communiqué de presse, préc.* ; D. MARTIN, « L'incessibilité ou la cession d'actifs d'une société cible d'une offre publique est-elle possible et dans quelles conditions ? » *préc.*, n°40.

¹⁷⁰⁶ B. LAURENT-BELLUE, C. MAISON-BLANCHE, « Le sort des actifs d'une société cible en cas d'offre publique de prise de contrôle non sollicitée », *préc.*, p.93 ; A. PIETRANCOSTA, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *préc.*, n°16.

¹⁷⁰⁷ D. MARTIN, M. THUILLIER, « Principe du libre jeu des offres et des surenchères et Loi Florange : retour vers le futur ? », *Rev. Droit & Affaires* févr. 2022, p.162 et s., *spéc.* p.183.

¹⁷⁰⁸ F. BARRIÈRE, « Vers une évolution du droit des OPA après les affaires Véolia/Suez et Scor/Covéa », *préc.*, n°12.

Section 2. Le libre jeu et la mise en concurrence

542. Annonce. Le principe de libre jeu des offres n'encadre pas seulement les mesures de défenses prises en réaction à une offre. Il produit également des effets sur un autre terrain : celui de la concurrence pour l'acquisition du contrôle d'une société cotée. En ce domaine, le principe restreint le droit d'avantager un initiateur au détriment d'un autre (§1). Un autre effet lui est parfois prêté. Il imposerait à toute personne placée dans une situation de concurrence avec l'initiateur d'une offre de déposer à son tour un projet d'offre (§2).

§1. Le principe de libre jeu et la faculté d'avantager un initiateur

543. Annonce. Le gage d'une compétition libre assure la pleine rencontre de l'offre et de la demande sur le marché. Pour maintenir cette compétition en période d'offre et garantir que les destinataires d'une offre se voient proposer une contrepartie optimale, le principe de libre jeu octroie à tous les acteurs le droit de déposer une offre publique¹⁷⁰⁹. Afin de maintenir l'effectivité de ce droit, les autorités censurent les comportements qui empêchent par avance qu'une compétition ait lieu. Le principe de libre jeu ne s'oppose donc pas à ce qu'un avantage particulier soit attribué (I). Il fait seulement obstacle à ce qu'un initiateur bénéficie d'un avantage qui déterminerait par avance le succès de son offre (II).

I. La faculté de conférer un avantage particulier

544. La liberté n'est pas l'égalité. Le principe de libre jeu est parfois présenté comme impliquant le respect d'une stricte égalité dans la compétition¹⁷¹⁰. Pendant de l'égalité de traitement des actionnaires, l'exigence imposerait que tout compétiteur, déclaré ou non, dispose des mêmes chances de succès pour l'acquisition du contrôle d'une société cotée¹⁷¹¹. La jurisprudence semble d'ailleurs aller en ce sens, les juges ayant très tôt préféré

¹⁷⁰⁹ M. SNOUSSI, *Les principes directeurs du droit des offres publiques*, (dir.) H. Synvet, Mémoire, Panthéon-Assas, 2019, n°116.

¹⁷¹⁰ M.-A. FRISON-ROCHE, « Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier », *Bull. Joly Bourse* nov. 1993, p.720.

¹⁷¹¹ Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres publiques d'acquisition, état des lieux », *préc.*, n°9.

l'expression « d'égalité » dans la compétition à celle de « liberté »¹⁷¹². Suivant cette logique et afin de ne pas rompre l'égalité entre les compétiteurs, aucun avantage ne pourrait donc être réservé à l'initiateur d'une offre en particulier. Parler d'égalité alors que la réglementation pose « le libre jeu des offres et des surenchères » revient pourtant à commettre un abus de langage. La tentation d'opérer un parallèle entre l'égalité des actionnaires et l'égalité des concurrents ne résiste pas à l'épreuve des faits. En pratique, le principe de liberté des offres s'accommode fort bien d'inégalités et autorise l'attribution d'avantages à un initiateur particulier.

545. La faculté d'avantager un initiateur particulier. L'exigence de libre compétition ne fait pas obstacle à ce que l'initiateur d'une offre soit mieux traité qu'un concurrent potentiel. Deux illustrations suffisent à convaincre de la possibilité de réserver un avantage à un seul initiateur.

546. Les promesses d'apports. Un premier exemple peut être trouvé dans la pratique des promesses irrévocables d'apports à une offre publique. En effet, la jurisprudence admet de longue date que les actionnaires puissent s'engager, de façon irrévocable, à apporter à l'offre leur participation dans la société visée sans que cela constitue pour autant une atteinte au principe de libre jeu des offres et des surenchères. Dès 1993, la Cour d'appel de Paris a ainsi considéré que des promesses irrévocables d'apports qui portaient sur plus de 10 % du capital d'une société visée par une offre n'étaient pas « de nature à rendre impossible une prise de contrôle de la société par l'auteur d'une surenchère » et ne portaient donc pas atteinte au libre jeu des offres et des surenchères¹⁷¹³. Si les engagements irrévocables d'apports sont aujourd'hui plus rares¹⁷¹⁴, il n'en demeure pas moins que même révocables, ces engagements constituent des avantages conférés à l'initiateur qui suffisent généralement à éloigner les potentiels compétiteurs¹⁷¹⁵. Les autorités de marché n'ont pourtant jamais recouru au principe de libre jeu pour neutraliser les promesses ainsi consenties.

¹⁷¹² V. par ex. CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *Mutuelle du Mans Assurance-Vie c/ Société OCP* ; *RJC* 1993, p.244, note Ch. Goyet ; *Rev. dr. banc. bourse* mai-juin 1993, p.134, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Bull. Joly Bourse* juill. 1993, p.396, note P. Le Cannu ; *JCP E* 1993, II, 457, note A. Viandier ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1993, p.720, note M.-A. Frison-Roche ; *Rev. Soc.* 1993, p.605, note D. Martin et D. Bompont ; *Banque et Droit* mai-juin 1993, p.18, obs. F. Peltier.

¹⁷¹³ CA Paris, n°93/17254, 27 oct. 1993, *Balland c/ Comité d'entreprise de la Sucrierie-Raffinerie de Briennon* ; *Banque et Droit* nov.-déc. 1993, p.21, obs. F. Peltier ; *JCP E* 1994, I, 331, n°14, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain.

¹⁷¹⁴ V. par ex. CMF, déc. n°200C1478, 27 sept. 2000, *Jet Multimédia* ; AMF, *Rapport annuel* 2014, p.91.

¹⁷¹⁵ Pour des exemples récents v. AMF, déc. n°215C1939, 8 déc. 2015, *préc.*, promesses portant sur 37 % du capital de la société ; déc. n°216C0979, 27 avr. 2016, *Foncière de Paris SIIC*, promesses portant sur 46,9 % du capital de la société visée ; AMF, déc. n°220C3966, 29 sept. 2020, *préc.*, promesses portant sur 47,53 % du capital de la cible ; déc. n°221C3238, 23 nov. 2021, *Europcar Mobility Group*, promesses portant sur 68,45 % du capital ; déc. n°222C2201, 13 sept. 2022, *Nextstage*, engagements d'apport à la branche échange de l'offre publique de 87,96 % du capital de la société.

547. Les clauses de *break up fees*. Les clauses dites de *break up fees* constituent une seconde illustration des avantages susceptibles d'être conférés à un initiateur particulier. Cette terminologie recouvre l'ensemble des « stipulations contractuelles fixant à l'avance et forfaitairement les conséquences des actes d'un cocontractant le conduisant à ne pas réaliser l'opération envisagée ou à ne pas exécuter l'obligation contractée¹⁷¹⁶ ». Dans le contexte d'une offre publique, ces clauses sont utilisées afin de sécuriser l'opération et prévoir le remboursement de tout ou partie des frais engagés par l'initiateur dans l'hypothèse où son offre n'aboutirait pas. Originaires des États-Unis, cette pratique se rencontre de plus en plus régulièrement en France. Qu'elles soient souscrites par la société visée par l'offre ou par ses actionnaires, ces clauses constituent des avantages évidents pour l'initiateur qui en bénéficie. Lorsque la clause est souscrite directement par la société visée, l'avantage conféré est double. La clause dissuade d'abord la société de renoncer au rapprochement, et décourage ensuite le dépôt d'offres concurrentes puisqu'en cas de prise de contrôle, le versement de l'indemnité représentera un coût supplémentaire important pour l'initiateur ayant réussi son offre. Lorsque la clause de *break up fees* est souscrite par un actionnaire de la société objet de l'offre, elle accompagne généralement un engagement révocable d'apport à l'offre. Malgré la révocabilité de l'engagement, une telle clause, par l'indemnité qu'elle prévoit en cas de rupture de l'engagement, dissuade le promettant d'apporter ses titres à une offre concurrente et avantage d'autant l'initiateur qui en bénéficie. Dans ces deux hypothèses, les *break up fees* constituent un avantage non négligeable pour l'initiateur qui en bénéficie. Pourtant, cette pratique n'est pas, en elle-même, considérée comme contraire au principe de libre jeu des offres et des surenchères¹⁷¹⁷.

II. L'interdiction des avantages déterminant par avance le succès d'une offre

548. Libre compétition et contestabilité d'une offre. Si la libre compétition n'implique pas de traitement égalitaire dans la course pour l'acquisition du contrôle d'une société cotée, certains avantages ne sauraient toutefois être consentis. Pour que la compétition demeure praticable, les offres déposées doivent demeurer contestables. Le principe de libre jeu interdit donc d'attribuer un avantage susceptible de déterminer par avance le succès d'une offre.

¹⁷¹⁶ A. PIETRANCOSTA, « Break-up fees et offres publiques : une pratique en voie de consécration ? », *RTDF* 2008/2, p.22, *spéc.*, n°1.

¹⁷¹⁷ AMF, déc. n°205C0142, 27 janv. 2005, *Marionnaud Parfumeries* ; CA Versailles, n°04/03648, 21 déc. 2006, *SA Accor Casinos c/ M. André Der Krikorian* ; *RTDF* 2007/4, p.101, chron. D. Martin, B. Kanovitch et B.-O. Becker ; *Droit Soc.* juin 2007, comm. 119, note Th. Bonneau ; *Rev. dr. banc. fin.* mai 2007, p.131, note D. Bompoin ; *Bull. Joly Bourse* nov. 2007, p.759, note A. Cabannes ; AMF, déc. n°219C1942, 14 oct. 2019, *préc.* ; CA Paris, n°19/189347, 13 mars 2020, *préc.*

549. Annonce. En théorie, le principe de libre jeu prohibe tout avantage matériel (A), ou informationnel (B), qui assurerait par avance à l'initiateur d'une offre publique le succès de son opération.

A. L'interdiction théorique des avantages matériels déterminants

550. Annonce. Si des avantages peuvent être consentis à un initiateur, ils ne sauraient en principe aller jusqu'à déterminer par avance le succès de l'offre publique. L'articulation du principe de libre jeu des offres et des surenchères avec les montages contractuels (1), les engagements d'apport (2) et les *break up fees* (3) en témoigne.

1. L'interdiction des montages contractuels déterminant par avance le succès de l'offre

551. Montage contractuel et avantage déterminant. Afin que nul ne remporte par avance la compétition, le principe de libre jeu des offres et des surenchères assure que chaque offre demeure contestable. Plus qu'une égalité entre compétiteurs, le principe garantit la contestabilité des offres¹⁷¹⁸. Pour assurer cette contestabilité, la société visée par l'offre et ses actionnaires ne peuvent souscrire d'engagements qui ne bénéficieraient qu'à un initiateur et qui l'avantageraient outre mesure pour l'acquisition du contrôle de la société visée. Le principe de libre jeu s'oppose dès lors à tout montage contractuel qui conférerait un avantage déterminant par avance le succès d'une offre.

552. L'arrêt OCP. L'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris le 27 avril 1993 illustre parfaitement l'interdiction des avantages déterminants¹⁷¹⁹. Le contentieux dont avait à connaître la cour d'appel faisait suite à la volonté de Gehe AC, société de droit allemand, de lancer une offre publique sur les titres de la société OCP. La société OCP ayant filialisé la plupart de ses activités stratégiques au sein de deux SCA dont les associés commandités étaient eux-mêmes des sociétés, la prise de contrôle de la cible n'avait d'intérêt qu'à la condition d'acquérir dans le même temps la majorité des parts des associés commandités des deux filiales. Gehe AC déposa alors un projet d'offre le 18 février 1993 et porta à la connaissance de la COB plusieurs conventions conclues la veille de l'offre et qui permettaient, en cas de réussite de celle-ci, de contrôler effectivement l'activité

¹⁷¹⁸ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs boursiers et financiers*, op cit., n°1618 ; « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles » *préc.*, n°5.

¹⁷¹⁹ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

opérationnelle du groupe. Aux termes de ces conventions, l'initiateur bénéficiait d'engagements de cession souscrits par les associés des sociétés commanditées sur 75 % de leurs titres et conclus sous condition suspensive que Gehe AC détienne, à l'issue de son offre, plus de la majorité du capital de la société OCP. Interrogé par l'autorité sur les conditions dans lesquelles ces associés étaient susceptibles de conclure des engagements identiques avec d'éventuels initiateurs concurrents, le représentant de la société OCP répondit que « les accords conclus avec Gehe l'ont été dans le cadre d'un projet industriel organisant le rapprochement entre Gehe et l'OCP [...]. Si d'autres personnes se présentaient pour proposer des solutions concurrentes, les associés commandités les examineraient avec la plus grande attention, afin d'apprécier, parmi les solutions proposées, celle qui leur apparaîtrait la plus conforme aux meilleurs intérêts de l'OCP, et ce sous réserve de la non-réalisation de la condition suspensive qui affecte les accords conclus avec Gehe. Ils ne peuvent cependant, et ceci peut se comprendre aisément, s'engager par avance à conclure avec tout tiers indéterminé, des accords similaires, sans avoir pu apprécier le contenu de leur projet ». Le Conseil des bourses de valeurs estima que la libre compétition en matière d'offre publique ne serait pas assurée si « une disposition similaire n'était pas consentie aux initiateurs d'une éventuelle offre concurrente »¹⁷²⁰. Il déclara tout de même recevable le projet d'offre.

La Cour d'appel de Paris retint une tout autre argumentation. Les juges relevèrent que la prise de contrôle n'avait d'intérêt « qu'à la condition d'acquérir la majorité des parts des sociétés qui sont les associés commandités des deux filiales »¹⁷²¹. Ils soulignèrent ensuite que seul Gehe AC jouissait d'une telle possibilité et qu'ainsi l'offre de cette société bénéficiait « en l'état d'un avantage évident de nature à priver toute éventuelle contre-offre d'égalité dans la compétition et par conséquent à en dissuader la présentation ». Ils constatèrent enfin que la déclaration d'intention du représentant de la société OCP n'était pas de nature à rétablir cette égalité, dès lors qu'elle ne contenait aucun engagement précis et qu'elle réservait la faculté d'un choix entre les compétiteurs. Le montage contractuel souscrit déterminait par avance le succès du projet d'offre déposé et s'avérait donc contraire au libre jeu des offres. La décision du Conseil des bourses de valeur fut annulée en conséquence.

553. Enseignements de l'arrêt. Trois enseignements peuvent être tirés de cet arrêt. Il ressort en premier lieu de cette décision que la contrariété de l'opération à la libre compétition ne résidait pas dans le fait qu'un avantage soit consenti, mais qu'il ne le soit qu'à un initiateur sans aucune garantie que d'autres puissent l'obtenir. Si, au lieu de se garder « la faculté d'un choix », les associés des sociétés commandités s'étaient engagés à accorder le même

¹⁷²⁰ CBV, déc. n°93-595, 1^{er} mars 1993, *OCP*.

¹⁷²¹ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

avantage à tout compétiteur détenant à l'issue de l'offre la majorité du capital de la société visée, alors l'avantage eût été conforme au libre jeu des surenchères. C'est donc moins la nature que le monopole de l'avantage consenti qui fut ici déterminant.

En second lieu, la solution retenue démontre que le principe de libre jeu peut fonder une décision d'irrecevabilité même lorsque l'offre est amicale. La jurisprudence prohibe en toute circonstance l'octroi d'avantages déterminants. De même qu'une situation de concurrence déloyale peut avoir lieu même en l'absence de concurrence directe et effective entre les intervenants¹⁷²², une atteinte au libre jeu peut être caractérisée en l'absence d'offre concurrente. En assurant une concurrence praticable en toute hypothèse, le libre jeu garantit l'immixtion de concurrents dans le processus d'offre qui, en contrariant les intentions du premier initiateur, amélioreront les conditions financières de l'offre et assureront une meilleure prise en compte des intérêts des actionnaires¹⁷²³. L'issue de l'affaire OCP en témoigne. Après la décision d'irrecevabilité, les associés des sociétés commanditées s'engagèrent à céder leurs titres à tout concurrent dans les mêmes conditions que celles dont bénéficiait Gehe AG. À la suite de ces engagements, une société déposa une offre concurrente sur les titres OCP, poussant le premier initiateur à enchérir sur sa propre offre. Si Gehe AC obtint *in fine* le contrôle du groupe OCP, ce fut moyennant un prix plus élevé que celui fixé initialement¹⁷²⁴.

En dernier lieu, cette solution démontre que le simple risque de déséquilibre dans la compétition suffit à caractériser l'atteinte au libre jeu. Ici en effet, rien n'assurait le caractère réellement déterminant des avantages consentis. Pour que tel ait été le cas, une multitude de conditions devaient encore être remplies : il aurait fallu constater le succès de l'offre, l'exercice de la promesse et le refus officiel de concéder les mêmes avantages à un autre offrant. Lorsque la cour d'appel se prononça, aucune de ces conditions n'était remplie. La juridiction considéra néanmoins que le simple risque qu'elles le soient suffisait à caractériser une atteinte à la libre compétition. Ainsi, « l'oscillographe du libre jeu des offres est particulièrement sensible. Il capte non seulement les tremblements, mais aussi les risques de séisme ! »¹⁷²⁵. En présence d'un tel seuil de sensibilité, l'on pourrait s'attendre à ce que les montages susceptibles de constituer un avantage déterminant pour l'initiateur d'une offre soient systématiquement neutralisés. Une affaire amène pourtant à en douter.

¹⁷²² Cass. Com., n°98-17.478, 21 nov. 2000 ; n°05-15.643, 20 nov. 2007 ; n°06-17.501, 12 févr. 2008 ; n°10-15.648, 27 avr. 2011 ; n°14-24.905, 3 mai 2016 ; n°17-18.350, 9 janv. 2019 ; n°18-15.651, 4 mars 2020.

¹⁷²³ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers, aspects juridiques*, *op cit.*, n°401.

¹⁷²⁴ COB, *Rapport annuel* 1993, p.149.

¹⁷²⁵ P. Le CANNU, « Liberté de concurrences... en matière d'offres publiques », *Bull. Joly Bourse* juill. 1993, p.396 et s., *spéc.* p.405.

554. Une application partielle du principe. L'offre publique lancée sur les titres Silic témoigne de l'application partielle du principe de libre jeu. Lancée au début de l'année 2012, l'opération faisait suite aux déboires rencontrés par la société Groupama. Alors en proie à d'importantes difficultés financières, le géant de l'assurance cherchait à se débarrasser du contrôle de la société Silic. À l'issue d'un accord conclu avec la Caisse des dépôts, une offre publique proposant l'échange des titres Silic contre ceux de la société Icade, entité contrôlée par la Caisse de dépôt, fut déposée par Icade. Un montage contractuel fut mis en place pour assurer le succès de l'opération : outre l'apport de titres Silic et Icade au sein d'une filiale de la Caisse des dépôts qui permettait à celle-ci de détenir 43,94 % des titres Silic, une filiale de Groupama, Gan Eurocourtage, procéda à une émission d'actions de préférence, souscrite à hauteur de 300 000 000 d'euros par la Caisse des dépôts¹⁷²⁶. L'opération aboutissait à faire gagner environ 20 points de marge de solvabilité à Groupama et renforçait sa solidité financière. L'opération s'avérait également intéressante pour la Caisse des dépôts et pour sa filiale Icade, initiatrice de l'offre publique d'échange. Les actions de préférence souscrites par la Caisse des dépôts offraient à cette dernière « des droits de protection particuliers » qui lui permettaient, en cas de dégradation de la situation financière de Groupama ou de Gan Eurocourtage, de « provoquer la cession de Gan Eurocourtage pour obtenir le remboursement des actions de préférence aux conditions du contrat d'émission et, en cas de non-remboursement du montant investi à partir de la cinquième année, de convertir les actions de préférence en actions ordinaires de Gan Eurocourtage, à des conditions telles [que la Caisse des dépôts était] susceptible d'en obtenir le contrôle exclusif »¹⁷²⁷. L'émission de ces actions, en ce qu'elle permettait de se couvrir en cas de dégradation financière du groupe de la société visée par l'offre, constituait donc un avantage non négligeable. La Caisse des dépôts et sa filiale en avaient le plein monopole. Il n'était nullement envisagé d'accorder le bénéfice d'une émission d'actions à un initiateur qui viendrait déposer une offre concurrente. Contrairement aux autres concurrents potentiels, la Caisse des dépôts et Icade bénéficiaient seules d'avantages permettant d'amortir les risques de défaillance du groupe dont la société visée faisait partie. Si le montage n'était pas nécessairement de nature à dissuader le dépôt d'une offre concurrente, il méritait au moins d'être examiné sur le terrain du libre jeu des offres et des surenchères.

L'AMF n'apprécia pourtant la régularité de l'opération qu'à l'aune de l'égalité de traitement des actionnaires de la société visée par l'offre. Devant la Cour d'appel de Paris,

¹⁷²⁶ Pour une présentation détaillée du montage v. H. Le NABASQUE, « Solidarité résultant d'une action de concert et obligation de déposer un projet d'offre publique d'acquisition », *Rev. Soc.* 2015, p.185, *spéc.* n°1-2.

¹⁷²⁷ AMF, déc. n°212C0533, 24 avr. 2012, *Icade Silic*.

l'approche retenue est identique : l'avantage reçu par la Caisse des dépôts ne fit l'objet d'aucun contrôle quant à sa conformité au principe de liberté des offres et des surenchères¹⁷²⁸, alors même que les requérants soulignaient l'absence de « prise en compte de l'avantage résultant de l'opération connexe de souscription des actions de préférence ». La Cour de cassation confirma l'arrêt d'appel sans revenir sur la question¹⁷²⁹. L'avantage consenti n'a donc jamais fait l'objet d'une analyse sous l'angle du libre jeu. Pourtant, ici comme dans l'affaire OCP, les sommes en jeu étaient conséquentes, l'avantage exclusif, et l'opération susceptible d'octroyer un avantage significatif à l'initiateur. L'absence de vérification du respect du principe de libre compétition, en ce qu'elle laisse poindre une interdiction à deux vitesses, doit être regrettée.

2. L'interdiction des engagements d'apport déterminant par avance le succès de l'offre

555. Engagement d'apport à l'offre et avantage déterminant. Les accords par lesquels des actionnaires s'engagent à apporter leurs titres à l'initiateur d'une offre sont monnaie courante. Très tôt néanmoins, la jurisprudence est venue fixer un cadre à cette pratique. Un arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 27 octobre 1993 a ainsi précisé que si de telles promesses « ne sont pas, par elles-mêmes » de nature à porter atteinte au libre jeu des offres et des surenchères, tel est toutefois le cas si elles s'avèrent « de nature à rendre impossible une prise de contrôle de la société cible par l'auteur d'une surenchère »¹⁷³⁰. Un engagement irrévocable d'apport à l'offre qui porterait sur une part majoritaire du capital de la société visée devrait dès lors être interdit sur le fondement du libre jeu. La Cour d'appel de Paris l'a d'ailleurs rappelé en des termes clairs : « la licéité des engagements d'apports souscrits à l'égard de l'initiateur d'une offre publique par des actionnaires significatifs de la société cible est subordonnée à la condition qu'ils puissent être révoqués en cas d'offre concurrente, de sorte que leur souscripteur peut choisir d'apporter ses titres à l'initiateur de celle-ci ; si tel n'était pas le cas en effet, il en résulterait une atteinte aux principes gouvernant les offres publiques et, en particulier, au principe de libre jeu des offres et des surenchères »¹⁷³¹. Il est toutefois des situations où les autorités ne s'opposent pas à des promesses d'apports, des contrats de cession ou des apports en nature qui portent sur des participations importantes et assurent par avance le succès de l'offre déposée par l'initiateur

¹⁷²⁸ CA Paris, n°2012/08248, 27 juin 2013, *préc.*

¹⁷²⁹ Cass. Com., n°13-21.715, 25 nov. 2014 ; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2015, p.37, note D. Martin et G. Giuliani ; *Dr. Soc.* mars 2015, comm. 54, note S. Torck ; *Rev. Soc.* 2015, p.185, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Bourse* juin 2015, p.275, note J. Klein.

¹⁷³⁰ CA Paris, n°9317254, 27 oct. 1993, *préc.*

¹⁷³¹ CA Paris, n°16/17607, 12 janv. 2017 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2017, p.221, note N. Cuntz ; *Rev. dr. banc. fin.* mai 2017, comm. 135, note Y. Piette.

qui en bénéficie. Cette observation ayant déjà été faite en doctrine¹⁷³², les développements qui suivront n'évoqueront que les illustrations les plus flagrantes du phénomène avant d'en proposer une explication.

556. La pratique des engagements susceptibles de déterminer par avance le succès d'une offre. Un premier exemple peut être tiré des engagements souscrits à l'occasion de l'OPA initiée par Honeywell Holding France sur les titres de la société Sperian Protection¹⁷³³. Lors de cette offre, plusieurs actionnaires de la société visée conclurent avec l'initiateur des contrats de cession d'actions sous condition suspensive de l'obtention d'autorisations réglementaires. Ces autorisations obtenues, les accords eurent pour effet de transférer à Honeywell 28,25 % du capital de Sperian et, avant cession, 43,13 % des droits de vote. Face au transfert d'une part aussi significative du capital de la cible, l'AMF releva que ces accords pouvaient « poser un problème au regard du principe de libre jeu des offres et des surenchères »¹⁷³⁴. L'autorité décida alors de fixer la date de clôture de l'offre de sorte qu'elle intervienne au moins dix jours de bourse après la levée de la condition suspensive, laissant ainsi à un tiers la possibilité théorique de disputer l'acquisition du contrôle de la société¹⁷³⁵. Si les cessions ne portaient pas sur la majorité du capital et n'empêchaient donc pas, dans l'absolu, le jeu de toute concurrence, elles portaient tout de même sur une part significative du capital, ce qui permit d'ailleurs à l'initiateur de détenir, à l'issue de son offre, plus de 98 % du capital de la cible. Elles posaient donc bien « un problème au regard du principe de libre jeu ». Le même constat vaut pour une autre affaire où des engagements irrévocables d'apports portaient sur 44,19 % du capital et 57,6 % des droits de vote avant cession. Ces engagements contenaient en outre l'obligation, pour chacun des promettants, d'apporter toute action qu'ils viendraient à détenir ultérieurement¹⁷³⁶. Il est curieux que la question de la conformité de ces engagements au principe de libre jeu ne se soit pas posée. D'autres décisions participent encore à semer le trouble : ici les autorités valident des engagements d'apport portant sur 72 % ou 87 % du capital de la société sans vérifier leur caractère révocable en cas de surenchères¹⁷³⁷ ; là elles affirment la conformité au principe de libre jeu d'un engagement d'apport portant sur plus de 50 % du capital et qui n'était pas pleinement

¹⁷³² Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres publiques d'acquisition et engagements de présentation aux offres publiques d'acquisition », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2002, doss. 100039, spéc. n°8 et s.

¹⁷³³ AMF, déc. n°210C0556, 22 juin 2010, *Sperian Protection*.

¹⁷³⁴ AMF, *Rapport annuel* 2010, p.152.

¹⁷³⁵ AMF, déc. n°210C0774, 10 août 2010, *Sperian Protection*.

¹⁷³⁶ CMF, déc. n°199C0364, 1^{er} avr. 1999, *Parc Astérix Musée Grévin*.

¹⁷³⁷ CMF, déc. n°200C1187, 27 juill. 2000, *Immeubles de France* ; déc. n°201C0156, 8 févr. 2001, *Liberty Surf* ; AMF, déc. n°222C2201, 13 sept. 2022, *préc.*

révocable en cas d'offre concurrente¹⁷³⁸. Dans certaines décisions enfin, l'exigence de libre jeu paraît totalement délaissée. Des offres déposées par des initiateurs bénéficiant irrévocablement de 67 %¹⁷³⁹ voire 71 %¹⁷⁴⁰ du capital des sociétés visées ont ainsi pu être déclarées recevables par l'autorité de marché.

Cette pratique laisse sceptique. En matière d'engagement d'apports, la prohibition des avantages déterminants n'est-elle pas devenue une règle sans portée contraignante ? Si certains auteurs ont tâché d'expliquer rationnellement ces solutions par un biais économique¹⁷⁴¹, tous relèvent que la possibilité de conclure des engagements irrévocables portant sur la majorité du capital de la cible constitue une violation du principe de libre jeu. Une autre explication, qui épargne l'effectivité du principe, semble plus satisfaisante.

557. Justification de la validité de principe des engagements d'apport. La pratique des engagements d'apport à l'offre prend un sens différent lorsqu'elle est analysée sous le prisme de la liberté, reconnue à tout actionnaire, de choisir l'offre et l'initiateur qui lui conviennent le mieux. Cette liberté, affirmée de longue date¹⁷⁴², a été rappelée par la Cour d'appel de Paris dans un arrêt du 27 juin 2013. En l'espèce, les magistrats avaient à se prononcer sur la conformité au principe de libre jeu de la cession d'un bloc de contrôle d'une société visée par une offre. Dans ce cadre, ils estimèrent « que s'il est vrai que la conclusion de l'accord [...] rendait peu probable une éventuelle offre concurrente, il suffit de constater qu'aucun texte n'imposait pour autant à l'actionnaire exerçant le contrôle de mettre en œuvre, au regard de l'accord en question, un processus d'enchère à l'occasion de la vente d'un bloc d'actions, cet actionnaire étant en effet libre de choisir, parmi les propositions qui lui étaient faites, celles du nouvel actionnaire majoritaire »¹⁷⁴³. Ce rappel fait, la cour d'appel considéra que la cession ne heurtait pas le principe de libre compétition.

¹⁷³⁸ CMF, déc. n°201C0849, 12 juill. 2001, *Isis*.

¹⁷³⁹ CMF, déc. n°200C1472, 26 sept. 2000, *Self Trade*.

¹⁷⁴⁰ CMF, déc. n° 201C1294, 25 oct. 2001, *Com 6*.

¹⁷⁴¹ L'ineffectivité du principe de libre jeu s'expliquerait par la difficulté ressentie par les autorités à faire obstacle à des offres amicales qui permettent des rapprochements et la réalisation de projets industriels majeurs (Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres publiques d'acquisition et engagements de présentation aux offres publiques d'acquisition », *préc.*, n°13). L'explication ne convainc qu'à moitié, surtout lorsque l'on se remémore que le principe a déjà permis de déclarer irrecevable un projet d'offre amical (v. *supra* n°553).

¹⁷⁴² V. par ex. le rapport présidé par Monsieur J.-F. Lepetit où l'on trouve l'affirmation suivant laquelle un principe réputé fondamental exigerait que « l'actionnaire majoritaire [puisse], entre plusieurs propositions qui lui sont faites, choisir celle qu'il considère comme la plus satisfaisante de son point de vue » (COB, *La protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours*, *préc.*, p.44).

¹⁷⁴³ CA Paris, n°2012/08324, 27 juin 2013, *préc.*

C'est cette liberté que l'on retrouve dans un arrêt en date du 12 janvier 2017¹⁷⁴⁴. En l'espèce, les juges soulignèrent que l'actionnaire qui souscrit un engagement d'apport révocable en cas d'offre concurrente demeure libre de ses choix et peut parfaitement maintenir sa volonté d'apporter son titre à la première offre en date. En cas de dépôt d'une offre concurrente, l'actionnaire n'est nullement obligé d'apporter ses titres à l'offre mieux-disante. Les actionnaires sont ainsi les « seuls juges de leurs intérêts et [peuvent] librement se déterminer, sans avoir à justifier de la pertinence ou du bien-fondé de leur choix ».

C'est enfin cette liberté de choix qui justifiait la non-application du principe de libre jeu à la garantie de cours. Par le passé, c'était l'existence d'un avantage assurant par avance le succès de l'opération, à savoir l'acquisition de la majorité du capital de la société, qui justifiait la mise en œuvre de la garantie de cours. Dès lors, interdire l'octroi d'un avantage déterminant revenait, par le même coup, à rendre toute garantie de cours irrecevable. La doctrine et l'autorité de marché se sont donc toujours accordées pour exclure la garantie de cours du domaine du principe de libre jeu¹⁷⁴⁵. Si la garantie de cours n'est plus de droit positif, la logique est transposable à l'offre obligatoire. À la suivre, tout engagement d'apport à une offre, révocable ou non, portant sur la majorité du capital ou sur une infime partie de celui-ci, n'est jamais contraire au libre jeu. Parce que tout actionnaire a le droit de choisir librement à qui céder ses titres, tout engagement exprimant ce choix devrait être exclu du champ du principe et ne jamais constituer, en tant que tel, un avantage prohibé par l'exigence de libre compétition. Une distinction selon le caractère révocable ou irrévocable de l'engagement d'apport permet de s'en convaincre.

558. En présence d'un engagement révocable en cas d'offre concurrente, l'hypothèse ne fait pas grande difficulté : l'engagement ne heurte jamais le principe de libre jeu. En effet, si tout engagement, y compris révocable, constitue un avantage pour l'initiateur qui en bénéficie, il n'est jamais déterminant puisque les titres promis seront toujours susceptibles d'être apportés à une offre concurrente.

559. Lorsque l'engagement est irrévocable, il convient d'isoler trois hypothèses. D'abord, si la masse agrégée des titres faisant l'objet de promesses irrévocables et de ceux détenus en propre par l'initiateur est inférieure au seuil de 30 % du capital ou des droits de vote, la situation est simple. Malgré l'irrévocabilité des promesses, l'initiateur ne bénéficie pas de la majorité du capital et n'est pas tenu au dépôt d'une offre. Le succès d'une offre

¹⁷⁴⁴ CA Paris, n°16/17607, 12 janv. 2017, *préc.*

¹⁷⁴⁵ A. VIANDIER, « Critère de la recevabilité d'une offre publique d'achat », *JCP E* 1993, II, 457, *spéc.* n°23 ; COB, *La protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours, préc.*, p.44.

concurrente demeure possible et l'exigence de libre jeu, respectée. De même, lorsque la somme des titres visés par des promesses irrévocables et ceux déjà détenus par l'initiateur est supérieure au tiers du capital de la cible mais inférieure à la moitié, la situation demeure respectueuse du libre jeu. Si le succès d'une autre offre est plus difficile à envisager, il reste théoriquement possible¹⁷⁴⁶. La détention d'un tel pourcentage du capital entraînera néanmoins l'application des règles propres à l'offre obligatoire du fait de l'assimilation opérée par les textes entre promesses irrévocables et actions détenues en propre¹⁷⁴⁷. Enfin, lorsque les titres irrévocablement promis agrégés à ceux déjà détenus par l'initiateur s'avèrent supérieurs à la moitié du capital, le principe de libre jeu est toujours sauf, même si la réussite d'une offre concurrente est compromise. Le dépassement du seuil de l'offre obligatoire entraînera seulement l'obligation de respecter les règles relatives à cette procédure. Les titres promis s'agrègeront à ceux détenus par l'initiateur. Dans cette hypothèse, il faut alors considérer que la liberté de choix des actionnaires fait obstacle à ce qu'un avantage déterminant puisse être caractérisé. Le choix opéré par des actionnaires minoritaires en nombre mais majoritaires en parts peut donc aboutir à priver les autres de la possibilité d'une offre concurrente. Dans cette hypothèse, la protection des titulaires de titres sera néanmoins garantie par le biais des règles relatives aux offres obligatoires, et notamment par celle du prix plancher.

560. Le principe de libre compétition n'est dès lors jamais inquiété en présence d'engagements d'apport. Que ces derniers soient révocables ou non, ils ne sont que le reflet de la liberté de choix des actionnaires, liberté qui peut entraîner, lorsqu'elle porte sur un bloc de contrôle, l'application des règles relatives à l'offre obligatoire. Comme le relevait brillamment un auteur il y a presque trente ans : « en droit boursier la promesse irrévocable d'apport à une offre publique doit être assimilée aux actions détenues par l'initiateur de l'offre publique. Les actions objet de ces promesses n'entrent donc pas en ligne de compte au regard de la compétition sur le marché puisqu'elles doivent être considérées comme appartenant à l'initiateur lui-même »¹⁷⁴⁸.

561. Évolution souhaitable de la pratique décisionnelle. L'analyse développée plus haut permet d'expliquer pourquoi des engagements d'apport qui semblent constituer des avantages déterminants ne sont pas neutralisés. Il reste à savoir si elle constitue la justification retenue par les autorités de contrôle. Une décision rendue par le Conseil des

¹⁷⁴⁶ Dans ces situations, l'abaissement du seuil de caducité de l'offre concurrente contribuera à ne pas faire obstacle à sa réussite (art. 234-9 I 2° RG AMF).

¹⁷⁴⁷ Cette assimilation découle des art. 234-1 RG AMF et L.233-9 I 4° Code Com.

¹⁷⁴⁸ F. PELTIER, « Offre publique d'achat, respect du principe de compétition », *Banque et Droit* nov.-déc. 1993, p.21 et s., *spéc.* p.22.

marchés financiers le 25 octobre 2001 invite à le croire¹⁷⁴⁹. En l'espèce, le Conseil avait à se prononcer sur plusieurs engagements irrévocables d'apports bénéficiant à l'initiateur d'une offre publique qui, au jour de la décision, ne détenait aucune action de la société cible. Malgré l'absence de détention directe des titres, le Conseil releva que ces engagements avaient pour conséquence de porter le taux de détention de l'initiateur à environ 72,8 % du capital de la cible. Après ce constat, l'autorité n'apprécia pas la conformité desdits engagements au libre jeu, mais vérifia seulement que le projet d'offre remplissait « les conditions posées par l'article 5-5-2 du Règlement général relatif aux offres publiques obligatoires ». Ces conditions se trouvant remplies, le projet fut déclaré recevable. Si le raisonnement n'est pas explicite, les considérations précédemment exposées transparaissent de la décision. C'est bien parce qu'une assimilation est opérée entre titres irrévocablement promis et titres détenus que les engagements d'apport se trouvent exclus du champ du principe de libre jeu et que le seul respect des règles propres à l'offre obligatoire est exigé. En pratique néanmoins, ce raisonnement n'est pas toujours retenu et les autorités continuent parfois d'apprécier la conformité des engagements d'apport au principe de libre jeu¹⁷⁵⁰. Cet état du droit, qui conduit la doctrine à dénoncer la violation quasi quotidienne du principe de libre jeu¹⁷⁵¹, n'est pas satisfaisant. De deux choses l'une : ou l'autorité revient sur la liberté reconnue à tout actionnaire de céder ses titres et neutralise les engagements d'apport assurant par avance le succès d'une offre ; ou elle exclut définitivement ces engagements du champ matériel du principe de libre jeu.

3. L'interdiction des *break up fees* déterminant par avance le succès d'une offre

562. Annonce. Les clauses de *break up fees* ont déjà été présentées. Il faut désormais en approfondir l'étude afin de déterminer comment les autorités financières vérifient que ces clauses ne confèrent pas un avantage déterminant à l'initiateur qui en bénéficie. Pour apprécier la conformité de ces clauses au principe de libre jeu, une distinction doit être opérée en fonction du débiteur des *break up fees* : le risque d'atteinte à la libre compétition diffère selon que la clause est souscrite par la société cible (**a**) ou par ses actionnaires (**b**).

¹⁷⁴⁹ AMF, déc. n°201C1294, 25 oct. 2001, *préc.*

¹⁷⁵⁰ V. not. CA Paris, n°2016/17607, 12 janv. 2017, *préc.*

¹⁷⁵¹ Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER et M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres publiques d'acquisition et engagements de présentation aux offres publiques d'acquisition », *préc.*, n°12.

a. Les *break up fees* souscrites par la société visée par l'offre

563. Les *break up fees* souscrites par une société cible. Si la souscription de *break up fees* par la société visée par une offre n'est pas encore pratique courante, elle se rencontre de plus en plus régulièrement en France. Dans le contexte particulier d'une offre, cette clause est utilisée afin de sécuriser l'opération et prévoir le remboursement des frais engagés par l'initiateur. Plusieurs faits générateurs sont susceptibles d'être à l'origine de l'obligation de remboursement. Une indemnité peut être prévue dans l'hypothèse où la société visée n'émettrait pas l'avis motivé de son conseil d'administration dans un certain délai¹⁷⁵², recommanderait une autre offre¹⁷⁵³, mettrait en place une mesure susceptible de la compromettre¹⁷⁵⁴, ou reviendrait sur sa recommandation initiale¹⁷⁵⁵. La stipulation d'une clause de *break up fees* assure un double avantage à l'initiateur qui en bénéficie. Elle dissuade la société cible de renoncer au rapprochement et décourage le dépôt de surenchères : en cas de prise de contrôle par un concurrent, le versement de l'indemnité représentera une charge supplémentaire pour ce dernier.

564. La conformité de ces clauses au libre jeu des offres. Ces clauses favorisent le lancement d'offres publiques et ne sont pas, en elles-mêmes, contraires au libre jeu. Elles peuvent néanmoins s'avérer problématiques. En effet, si l'indemnité fixée aboutit à faire peser une charge financière excessive sur la société cible, elle repoussera tout initiateur concurrent. Dans une telle hypothèse, l'indemnité constituera un avantage frustrant la libre compétition. La conformité de ces clauses au principe de libre jeu est donc fonction de leur montant¹⁷⁵⁶. Seule l'appréciation *in concreto* de ces clauses permet d'assurer qu'elles ne constituent pas un avantage démesuré heurtant la libre compétition.

565. L'affaire Capgemini Altran Technologies. Lors de la récente offre initiée par Capgemini sur la société Altran Technologies, l'autorité procéda ainsi à une appréciation *in concreto* de la conformité d'une clause de *break up fees* à l'aune du principe de libre jeu¹⁷⁵⁷. En l'espèce, la société Altran s'était engagée à verser une indemnité de 75 millions d'euros à l'initiateur, notamment dans l'hypothèse où elle recommanderait « une offre alternative d'un tiers que la société considère, de bonne foi, comme plus favorable ». L'AMF apprécia

¹⁷⁵² AMF, déc. n°221C0672, 30 mars 2021, *Eos Imaging* ; Alphatec Holdings, *Note d'information*, 2021, p.9.

¹⁷⁵³ AMF, déc. n°213C1052, 23 juill. 2013, *préc.* ; déc. n°213C1735, 17 nov. 2013, *préc.* ; déc. n°219C1942, 14 oct. 2019, *préc.* ; déc. n°221C3238, 23 nov. 2021, *préc.*

¹⁷⁵⁴ AMF, déc. n°215C1939, 8 déc. 2015, *préc.*

¹⁷⁵⁵ AMF, déc. n°213C1052, 23 juill. 2013, *préc.* ; déc. n°215C0718, 29 mai 2015, *Lafarge*.

¹⁷⁵⁶ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°676.

¹⁷⁵⁷ AMF, déc. n°219C1942, 14 oct. 2019, *préc.*

la conformité de cette clause en deux temps. Elle observa d'abord que celle-ci avait fait l'objet d'une publication conformément aux articles 231-16 et 231-17 du RG AMF. Elle apprécia ensuite le montant de l'indemnité due et, constatant qu'elle représentait « 2 % de la valeur des fonds propres de la cible au prix de l'offre publique », considéra qu'elle ne faisait pas « obstacle au libre jeu des offres et de leurs surenchères ». Confirmant cette décision, la Cour d'appel de Paris estima que le montant de l'indemnité « n'était pas de nature à entraver le libre jeu des offres et de leurs surenchères » puisqu'il « n'excédait pas 2 % de la valeur des fonds propres de la société Altran, et ce, conformément à [la] pratique consistant à déterminer ce plafond par référence au seuil de 2 % d'accroissement de la valeur pour qu'une offre en surenchère ou concurrente en numéraire puisse être déclarée conforme en application de l'article 232-7 du règlement général »¹⁷⁵⁸.

566. Appréciation critique du contrôle opéré. Si le contrôle de la clause de *break up fees* doit être salué, ses modalités laissent toutefois à désirer. Dans sa décision de recevabilité, l'AMF ne précise pas en quoi le montant de 2 % des fonds propres était acceptable. À lire les motifs rapportés par la cour d'appel, ce seuil aurait été choisi en référence à celui fixé en matière de surenchère et d'offre concurrente. L'analogie opérée est pourtant trompeuse. En fixant une indemnité égale à 2 % des fonds propres tels que déterminés par l'offre, l'initiateur qui en bénéficie dissuade en vérité tous les concurrents qui valorisent la cible moins de 4 % de plus que lui. En effet, si l'indemnité est fixée à 2 %, tout concurrent devra, en vertu de l'article 232-7 du RG AMF, acquérir 2 % plus cher une société dont le patrimoine s'appauvrira, du fait de l'indemnité, de 2 %. Le différentiel s'élève donc à 4 % et non à 2 %¹⁷⁵⁹. L'AMF n'aurait pas démerité à fournir une motivation plus détaillée que la seule comparaison du montant de l'indemnité à celle des fonds propres. En outre, il n'est pas certain qu'invoquer une « pratique » de l'AMF, qui repose sur un critère mécanique consistant à comparer abstraitement le montant de l'indemnité aux fonds propres de la société visée, permette réellement d'apprécier la portée dissuasive de l'indemnité et l'avantage plus ou moins déterminant qui en découle.

Si les modalités du contrôle opéré ne convainquent qu'à moitié, il faut tout de même se féliciter qu'un tel examen ait été opéré tant celui-ci fait défaut dans bon nombre de décisions. Même lorsque l'indemnité prévue est modique et que le risque d'atteinte au libre jeu est faible, l'absence de contrôle n'en demeure pas moins critiquable sur le plan des principes et de l'exigence de motivation. Il en est ainsi quand échappent à toute vérification les *break up*

¹⁷⁵⁸ CA Paris, n°19/189347, 13 mars 2020, *préc.*

¹⁷⁵⁹ Dans le même sens v. A. PIETRANCOSTA, « Break-up fees et offres publiques : une pratique en voie de consécration ? », *préc.*, n°11.

fees qui représentent 1,1 %¹⁷⁶⁰, 1,7 %¹⁷⁶¹, ou 1,89 %¹⁷⁶² de la valeur des fonds propres induite par l'offre. Lorsque le montant de l'indemnité dépasse le seuil de 2 %, l'absence de contrôle s'avère plus problématique, d'autant que la décision précédemment exposée laisse entendre que ce seuil constitue, en principe, une limite impérative¹⁷⁶³. On s'explique alors mal pourquoi certaines clauses qui représentent 5,7 %, ¹⁷⁶⁴ 12,7 %¹⁷⁶⁵, ou 26 %¹⁷⁶⁶ des fonds propres des sociétés visées échappent à tout contrôle¹⁷⁶⁷. Plus inquiétant encore, lors de l'OPA amicale lancée sur les titres Médicrea par la société Covidien Group, la société cible souscrivit à un *tender offer agreement* détaillant les termes et conditions de la coopération entre elle et l'initiateur. À peine mentionné dans la décision de conformité de l'AMF¹⁷⁶⁸, le contrat prévoyait pourtant le versement d'une indemnité au profit de l'initiateur, assimilable à une *break up fees* d'un montant de 4 099 603 euros¹⁷⁶⁹. L'indemnité était notamment due si la société cible refusait d'émettre son avis motivé au profit de l'initiateur, le retirait ou choisissait d'approuver ou de recommander une offre concurrente. Rapportée aux fonds propres de la société Médicrea, au premier semestre 2020, l'indemnité représentait 140 % des capitaux propres de la cible¹⁷⁷⁰. L'offre fut déclarée conforme sans que l'indemnité ne soit contrôlée par l'autorité de marché.

¹⁷⁶⁰ AMF, déc. n°210C556, 22 juin 2010, *préc.*

¹⁷⁶¹ AMF, déc. n°213C1052, 23 juill. 2013, *préc.*

¹⁷⁶² Lors de l'offre d'échange de Holcim sur la société Lafarge, la décision de conformité de l'AMF ne fit mention d'aucune clause de *break up fee* (AMF déc. n°215C0718, 29 mai 2015, *préc.*). Pourtant, le document d'information de l'initiateur révèle que celle-ci existait bel et bien (Holcim, *Note d'information*, 2015, p.7), et qu'elle s'élevait à 350 millions d'euros, soit 1,89% des fonds propres de la société au premier trimestre 2015 (Lafarge, *Rapport financier*, 31 mars 2015, p.14).

¹⁷⁶³ N. RONTCHEVSKY, J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, « Capgemini/Altran : enseignements quant au contrôle de la conformité d'un projet d'offre publique », *Bull. Joly Bourse* mars 2021, p.20, *spéc.* n°43.

¹⁷⁶⁴ AMF, déc. n°215C1939, 8 déc. 2015, *préc.* (indemnité de 15 millions d'euros pour des fonds propres de 260 millions en juin 2015).

¹⁷⁶⁵ AMF déc. n°213C1735, 17 nov. 2013, *préc.* (indemnité de 750 000 euros pour des fonds propres de 5,89 millions d'euros au 30 juin 2013).

¹⁷⁶⁶ AMF, déc. n°221C0672, 30 mars 2021, *préc.* (indemnité de 2 millions d'euros pour des fonds propres de 7,64 millions d'euros au 31 déc. 2020) ; déc. n° 221C3238, 23 nov. 2021, *préc.* (indemnité de 50 millions d'euros pour des fonds propres de 180 millions au 31 déc. 2020).

¹⁷⁶⁷ En l'absence de rapports d'experts ayant procédé au calcul de la valeur des fonds propres induite par le prix de l'offre pour les trois décisions qui précèdent, le rapport de l'indemnité sur les fonds propres a été calculé sur la base des documents délivrés par chacune des sociétés (Caméléon Software, *Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société*, 2013, p.14 ; Montupet SA, *Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société*, 2015, p.9 ; Europcar Mobility Groupe, *Document d'enregistrement universel 2020*, p.138 ; Eos Imaging, *Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels*, 29 avr. 2021, p.35).

¹⁷⁶⁸ AMF, déc. n°220C3966, 29 sept. 2020, *préc.*

¹⁷⁶⁹ Covidien Group, *Note d'information*, 11 sept. 2020, p.9.

¹⁷⁷⁰ Ceux-ci s'élevaient à 2 875 000 euros (Médicrea, *Rapport semestriel 2020*, p.7). De nouveau, en l'absence de rapports d'experts ayant calculé la valeur des fonds propres induite par l'offre, le rapport de l'indemnité sur les fonds propres a été calculé sur la base du rapport financier semestriel de la société visée.

567. Évolutions souhaitables du contrôle opéré. Cet état du droit nuit au respect effectif du principe de libre jeu. Deux mesures permettraient pourtant d'éviter qu'une clause de *break up fees* puisse constituer un avantage déterminant par avance le succès d'une offre. La première consisterait à mettre en place un contrôle systématique de ces clauses. La seconde serait de recourir à un critère appréciant l'utilité réelle de la clause de *break up fees* en lieu et place du critère qui consiste actuellement à comparer abstraitement le montant de l'indemnité avec les fonds propres de la société visée. En s'inspirant du droit suisse, il serait possible de circonscrire le montant de l'indemnité aux frais raisonnables encourus par l'offrant¹⁷⁷¹, ce qui imposerait à l'initiateur et à la société visée de motiver le montant retenu. À défaut d'une telle motivation ou en présence d'une indemnité excessivement onéreuse, les autorités pourraient alors déclarer la stipulation contraire au libre jeu. Opter pour ce nouveau critère permettrait de sécuriser la pratique tout en assurant que les indemnités ne deviennent pas des charges excessives susceptibles de porter atteinte à la libre compétition¹⁷⁷². Cela assurerait enfin que les *break up fees* ne deviennent pas, pour les sociétés par actions, un moyen de violer l'interdiction de concéder une garantie en vue de l'achat de leurs propres actions¹⁷⁷³.

b. Les *break up fees* souscrites par les actionnaires de la société visée

568. Les *break up fees* souscrites par les actionnaires d'une société cible. La clause de *break up fees* contenue au sein d'un engagement révocable d'apport à l'offre dissuade celui qui la souscrit de revenir sur son engagement et d'apporter ses titres à une offre concurrente. Elle constitue un avantage appréciable pour l'initiateur qui en bénéficie.

569. La conformité de ces clauses au libre jeu des offres. Si la pratique des *break up fees* souscrites par les destinataires d'une offre publique ne constitue pas nécessairement un avantage déterminant par avance le succès d'une offre, elle peut toutefois heurter le principe de libre compétition. En effet, lorsqu'un engagement révocable d'apport de titres à une offre publique porte sur un bloc déterminant d'action et que les *break up fees* qui l'accompagnent sont si élevées qu'elles rendent théorique la révocabilité de l'engagement, le respect du libre

¹⁷⁷¹ H. PETER, P. BOVEY, *Droit suisse des OPA*, Stämpfli, 2013, n°560.

¹⁷⁷² Il est cependant vrai qu'un critère laissant une marge d'appréciation à l'autorité de marché pourrait être source d'insécurité juridique pour les initiateurs. Aussi, un compromis entre un critère purement mécanique et un critère utilitaire pourrait être envisagé, en s'inspirant par exemple du droit espagnol. Ce dernier subordonne la validité d'une *break up fee* à quatre conditions : que son montant n'excède pas 1% du montant total de l'offre, qu'elle soit décrite dans le projet d'offre, qu'elle soit approuvée par le conseil d'administration de la société cible, et qu'elle reçoive un avis favorable des conseillers financiers de cette dernière (art. 42.4, décr. Royal n°1066/2007, *préc.* ; G. NUNEZ, « Public tender offers launched by french companies in Spain », in *Les offres publiques d'achat, op cit.*, p.703, *spéc.* n°1434).

¹⁷⁷³ Art. L.225-216 Code com.

jeu des offres pose question. Pour assurer l'existence effective d'une compétition pour l'acquisition du contrôle, ces clauses devraient porter sur un bloc non significatif d'actions ou ne pas se révéler totalement dissuasives pour les actionnaires. Le montant des indemnités devrait ainsi demeurer inférieur à la plus-value que l'actionnaire pourrait obtenir s'il choisissait d'apporter ses titres à une offre concurrente¹⁷⁷⁴. En pratique, la conformité de ces clauses au libre jeu des offres n'est pas systématiquement vérifiée par l'AMF. Cette carence s'avère, selon les modalités retenues pour calculer l'indemnité, plus ou moins préjudiciable.

570. Les indemnités calculées par le biais d'un différentiel. Dans une décision du 9 janvier 2007, l'autorité avait à connaître d'engagements révocables d'apports représentant 26 % du capital d'une société visée par une offre. Chacun des promettants s'engageait, en cas d'apport de leurs actions à une offre concurrente, à verser à l'initiateur de la première offre une somme égale, « pour chaque action, à 25 % de la différence, si elle est positive, entre le prix offert dans le cadre d'une telle offre concurrente et le prix proposé par l'initiateur dans le cadre de l'offre publique d'achat ». L'offre fut déclarée recevable sans que ces clauses ne soient analysées à l'aune du principe de libre jeu¹⁷⁷⁵. De la même façon, à l'occasion de l'offre déposée par Atos sur les titres de la société Bull, divers engagements d'apport furent consentis au profit de l'initiateur. La révocabilité de ces engagements en cas d'offre concurrente était conditionnée au versement d'une indemnité égale à la moitié du montant qui résulterait de la différence entre le prix par action proposé dans le cadre de l'offre initiale et le prix perçu au titre de l'offre concurrente¹⁷⁷⁶. Une clause identique se retrouve dans un engagement d'apport à l'offre déposée sur la société Mint en 2020¹⁷⁷⁷. Aucun examen de ces clauses à la lumière du libre jeu ne fut opéré.

Dans une affaire plus ancienne, plusieurs engagements d'apport révocables portaient sur environ 20 % du capital d'une société cible. Une stipulation prévoyait qu'en cas d'apport des titres visés par ces engagements à une offre concurrente, les actionnaires seraient redevables « d'une indemnité égale à la moitié de la plus-value après impôt réalisée, calculée par différence entre l'offre concurrente et 21,80 euros¹⁷⁷⁸, et plafonnée à 5 millions ». Contrairement aux décisions qui précèdent, l'AMF déclara cette fois l'indemnité conforme au principe de libre jeu sans laisser apparaître les motifs de sa décision¹⁷⁷⁹.

¹⁷⁷⁴ A. PIETRANCOSTA, « Break-up fees et offres publiques : une pratique en voie de consécration ? », *préc.*, n°6.

¹⁷⁷⁵ AMF, déc. n°207C0061, 9 janv. 2007, *Locindus*.

¹⁷⁷⁶ AMF, déc. n°214C1175, 25 juin 2014, *Bull.*

¹⁷⁷⁷ AMF, déc. n°220C5330, 8 déc. 2020, *Mint*.

¹⁷⁷⁸ Cette somme correspondait au prix de la première offre à laquelle les actionnaires s'étaient engagés à apporter leurs titres.

¹⁷⁷⁹ AMF, déc. n°205C0142, 27 janv. 2005, *préc.*

Dans ces affaires, l'absence de développements relatifs à l'articulation des clauses avec le principe de libre jeu n'est pas préjudiciable. Dans chacun des cas, l'indemnité stipulée représente un pourcentage du différentiel entre le prix proposé par l'offre initiale et celui fixé par l'offre concurrente. Or, cette modalité de calcul garantit toujours au débiteur de l'indemnité une marge bénéficiaire dans l'éventualité où il révoquerait son engagement au profit d'une offre concurrente. Si l'indemnité est dissuasive, elle demeure raisonnable. Elle ne confère pas un avantage déterminant à l'initiateur. Dans la première décision mentionnée, la rédaction de la clause est telle qu'elle assure au promettant qui choisirait de révoquer sa promesse au profit d'une offre concurrente le bénéfice de 75 % de la plus-value résultant de la différence entre le prix proposé par la première offre et celui retenu par l'offre concurrente. Dans les trois autres espèces, la logique est la même : si le débiteur choisit d'apporter ses titres à une offre concurrente, malgré l'indemnité versée, il profitera de la moitié de la plus-value issue de la différence entre le prix de l'offre d'origine et celui de l'offre concurrente.

571. Les indemnités qui procèdent d'un autre mode de calcul. Qu'en est-il si le mode de calcul par différentiel n'est pas retenu ? Lorsque l'indemnité est fixée par le biais d'autres modalités, un contrôle est nécessaire pour vérifier qu'elle ne s'avère pas dissuasive pour l'actionnaire qui la souscrit et qu'elle ne constitue pas un avantage déterminant pour l'initiateur qui en bénéficie. C'est ce contrôle qu'a opéré la Cour d'appel de Versailles à l'occasion du contentieux relatif à l'acquisition du contrôle de la Compagnie Européenne de Casinos¹⁷⁸⁰. En l'espèce, les magistrats avaient à connaître d'une promesse d'apports représentant 17 % du capital de la société visée. Conclue au bénéfice de la société Accor Casinos, à l'initiative d'une offre publique, cette promesse était révocable en cas d'offre concurrente. En cas de révocation, une clause prévoyait le versement à Accor d'une indemnité égale à la différence entre le prix de l'offre concurrente et 52 euros, étant entendu que cette différence ne pouvait être supérieure à 5 euros.

La cour d'appel apprécia la conformité de cette clause au principe de libre jeu. Elle considéra « que les accords conclus [...] ne concédaient pas à Accor Casinos un avantage déterminant par avance le succès de son offre d'achat dès lors qu'en cas d'offre concurrente, [les promettants] était déliés de leur engagement [...] et trouvaient à partir de 58 euros un avantage à apporter leurs actions à l'offre concurrente dans la mesure où l'indemnité stipulée à l'engagement ne pouvait dépasser 5 euros par action ». L'indemnité fut alors jugée conforme au principe de libre jeu des offres et des surenchères. Si la conclusion doit être

¹⁷⁸⁰ CA Versailles, n°04/03648, 21 déc. 2006, *préc.*

approuvée en ce que les promesses ne portaient que sur 17 % du capital de la société, le raisonnement suivi ne saurait l'être.

En effet, il est pour le moins surprenant que la cour d'appel n'ait tiré aucune conséquence du plafond fixé par la clause de *break up fees*¹⁷⁸¹. Du fait de ce plafond, une offre concurrente ne devenait attractive qu'à la condition de proposer un prix au moins 10 % supérieur à celui de l'offre initiale. À défaut, l'intégralité de la différence entre le prix proposé par la première offre et celui de la surenchère aurait été reversée à l'initiateur¹⁷⁸². La clause revenait par conséquent à priver de tout intérêt une offre concurrente pourtant réalisée conformément à la réglementation, qui impose de proposer un prix 2 % supérieur à celui retenu pour la première offre¹⁷⁸³. Prononcer la conformité de cette indemnité au principe du libre jeu au seul motif que « les promettants trouvaient à partir de 58 euros un avantage à apporter leurs actions à l'offre concurrente » revenait dès lors à taire une donnée du problème. Il n'est pas certain qu'une indemnité qui supprime pour les débiteurs toute possibilité de plus-value en cas d'apport à une offre concurrente qui répond aux exigences de l'article 232-7 du RG AMF soit respectueuse de la réglementation des offres¹⁷⁸⁴. Si le caractère incomplet de l'analyse n'est pas problématique en l'espèce, il pourrait l'être en présence d'indemnités calculées selon la même méthode et qui porteraient sur un bloc de contrôle.

Pour ne prendre qu'une illustration, il est étonnant qu'aucune vérification n'ait été effectuée lors de l'offre de la société Gécina sur les titres Simco¹⁷⁸⁵. En l'espèce, des promesses révocables d'apport portant sur plus de la majorité du capital avait été conclues au profit de l'initiateur et obligeaient les promettants, en cas d'apport à une offre concurrente, à verser à celui-ci « une indemnité égale globalement à la somme la plus élevée entre 12 millions d'euros ou 50 % de l'amélioration de la valorisation procurée par l'offre concurrente par rapport à l'Offre initiale »¹⁷⁸⁶. Si la seconde branche de l'alternative retenait une modalité de calcul par différentiel compatible avec le principe de libre jeu, tel n'était pas forcément le cas de la première. Il aurait donc été bienvenu que l'autorité apprécie si le montant de 12 millions d'euros ne revenait pas, *de facto*, à priver d'intérêt une offre concurrente réalisée conformément aux dispositions réglementaires et n'était pas, *de jure*, contraire au droit des offres.

¹⁷⁸¹ D. BOMPOINT, « Portée d'un engagement d'apport à une offre publique », *Rev. dr. banc. fin.* mai 2007, act. 131, *spéc.* p.39.

¹⁷⁸² *Ibid* ; D. MARTIN, B. KANOVITCH, B.-O. BECKER, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2007/4, p.101 et s., *spéc.* p.107.

¹⁷⁸³ Art. 232-7 RG AMF.

¹⁷⁸⁴ A. PIETRANCOSTA, « Break-up fees et offres publiques : une pratique en voie de consécration ? », *préc.*, n°6.

¹⁷⁸⁵ COB, déc. n°02-1023, 16 sept. 2002, *Gecina Simco*.

¹⁷⁸⁶ *Gecina Simco*, *Note d'information conjointe*, 17 sept. 2002, point 1.2.1.

572. Évolutions souhaitables du contrôle opéré. Il résulte du panorama des décisions rendues que l'actuel contrôle des *break up fees* souscrites par les actionnaires d'une société cible ne permet pas toujours de contrôler le caractère dissuasif de l'indemnité. Deux améliorations de ce contrôle peuvent être envisagées. La première consisterait à vérifier systématiquement que lorsque l'indemnité n'est pas fixée en ayant recours à un différentiel, celle-ci ne s'élève pas un niveau tel qu'elle priverait d'intérêt une offre concurrente réalisée conformément aux exigences réglementaires. La seconde serait de transposer aux clauses de *break up fees* souscrites par les destinataires d'une offre le raisonnement retenu en matière d'engagements d'apport¹⁷⁸⁷. Si ce choix était fait, il faudrait alors réputer conforme au principe de libre jeu toute *break up fee* souscrite par un actionnaire. En effet, si l'indemnité stipulée est raisonnable, l'engagement est révocable et le principe de libre compétition, sauf. Au contraire, si l'indemnité est excessive et que la promesse d'apport des titres devient de fait irrévocable, il faudrait alors considérer que l'initiateur détient les titres promis en propre. Lorsque l'engagement d'apport aboutit à faire franchir à l'initiateur le seuil de 30 % du capital ou des droits de vote de la société visée, il ne serait donc pas constitutif d'un avantage déterminant, mais obligerait seulement à satisfaire aux règles relatives à l'offre obligatoire.

B. L'interdiction théorique des avantages informationnels déterminants

573. Libre jeu des offres et informations réservées. Dans le contexte d'une offre publique, les avantages matériels ne sont pas les seuls susceptibles de favoriser l'initiateur d'une offre vis-à-vis de ses concurrents. L'information, en ce qu'elle permet d'apprécier la situation de la société visée et de fixer la contrepartie pour l'acquisition des titres, est centrale. L'accès à des données confidentielles, lorsqu'il est réservé à un seul initiateur choisi par la direction de la société cible, peut dès lors constituer un avantage déterminant par avance le succès de son offre. Des doutes peuvent donc surgir quant à la compatibilité des procédures de *data room* avec l'exigence de libre jeu des offres¹⁷⁸⁸.

574. La problématique des *data rooms*. Dès 2001, lors de la vente d'un bloc d'actions de la société *Immobail*, des actionnaires contestèrent la licéité de la procédure de *data room* ayant permis de préparer la vente. À la suite d'une enquête, la COB assura que cette procédure avait été organisée « avec professionnalisme, loyauté et respect de l'égalité entre

¹⁷⁸⁷ V. *supra* n°557 et s.

¹⁷⁸⁸ Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres et des surenchères et procédures de salles d'information (« Data rooms ») » *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2002, doss. 100040, spéc. n°4.

les divers candidats »¹⁷⁸⁹. Un doute subsistait néanmoins quant à la conformité de cette pratique avec le principe de liberté des offres. Une consultation de place fut lancée¹⁷⁹⁰. Les réflexions aboutirent à la rédaction d'une position-recommandation en fin d'année 2003¹⁷⁹¹.

575. La position-recommandation n° 2003-01. Traitant pour partie de la conciliation du principe de libre jeu avec les *data rooms*, la position recommandation n° 2003-01 observait que « s'il apparaît au cas d'espèce que le principe d'égalité des compétiteurs l'exige, la société organiserait l'accès de tous les compétiteurs aux informations nécessaires contenues dans la *data room* »¹⁷⁹². Malgré le caractère maladroit de l'expression, le principe ne garantissant aucunement l'égalité dans la compétition mais la contestabilité des offres¹⁷⁹³, l'idée était claire : assurer l'accès de tous les compétiteurs aux informations diffusées par le biais d'une *data room* n'est pas une nécessité absolue¹⁷⁹⁴. L'emploi du conditionnel en atteste¹⁷⁹⁵. Plusieurs commentateurs remarquaient d'ailleurs les dangers que représenterait le principe s'il venait forcer les sociétés visées à mettre à disposition de tout acquéreur indésirable les informations sensibles contenues dans la *data room*¹⁷⁹⁶.

Prudente, cette position amenait toutefois à douter de la réelle prohibition des avantages déterminants sur le terrain de l'information. La recommandation ne tarda pas à faire débat¹⁷⁹⁷. En effet, proclamer la liberté de tous à déposer une offre publique peut sembler paradoxal lorsque seul un intervenant est assuré de disposer de toutes les informations stratégiques permettant d'en fixer convenablement le prix.

¹⁷⁸⁹ COB, *Bull. mens.* janv. 2001, n°353, p.71.

¹⁷⁹⁰ COB, *Bull. mens.* nov. 2001, n°362, p.41.

¹⁷⁹¹ COB, Rec. DOC-2003-01, Relative à la transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de participations significatives dans des sociétés cotées sur un marché réglementé (« procédures dites de data room ») ; *Bull. mens.* oct. 2003, n°383 ; O. DUFOUR, « La COB entend sécuriser la pratique dite des data rooms », *LPA* 11-12 nov. 2003, p.3 ; P. CLERMONTEL et M. CASTAGNÈDE, « Data rooms, un encadrement rigoureux », *Les Échos* 24 nov. 2003, p.13 ; D. SCHMIDT, « Commentaire de la recommandation n°2003-01 de la COB relative aux procédures dites de Data Room », *JCP E* 8 avr. 2004, p.605 ; Ph. PORTIER, « Recommandation sur les 'data-rooms' », *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2004, comm. 45 ; F. LEPLAT, « Recommandation de la Commission des opérations de bourse relative aux data rooms », *Lexbase Aff.* déc. 2003, n°98.

¹⁷⁹² COB, Rec. DOC-2003-01, *préc.*, p.4.

¹⁷⁹³ V. *supra* n°544 et n°548.

¹⁷⁹⁴ Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres et des surenchères et procédures de salles d'information (« Data rooms ») », *préc.*, n°5.

¹⁷⁹⁵ Le projet de recommandation soumis à la consultation de place employait d'ailleurs l'impératif et non le conditionnel (COB, *Bull. mens.* nov. 2001, n°362, p.43).

¹⁷⁹⁶ H. De VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, « Data rooms. Conditions de mise en œuvre lors des cessions de blocs d'actions de sociétés cotées », *Banque et droit* nov.-déc. 2003, p.35 et s., *spéc.* p.37.

¹⁷⁹⁷ V. not. la critique de D. SCHMIDT, « Commentaire de la recommandation n°2003-01 de la COB relative aux procédures dites de *Data Room* », *préc.*, n°22 et s.

576. La position recommandation n° 2016-08. Ces remarques expliquent que la position recommandation ait été finalement modifiée en 2016. Elle dispose désormais que lorsque la procédure de *data room* intervient à l'occasion d'une offre publique, « dans le cas de la réception par l'émetteur d'offres concurrentes, celui-ci doit organiser, en application de l'article 233-1 du règlement général de l'AMF¹⁷⁹⁸, l'accès de tous les concurrents aux informations nécessaires contenues dans la *data room*, et notamment aux informations privilégiées. Il doit alors conclure avec chacun d'entre eux un accord de confidentialité [...] »¹⁷⁹⁹. L'usage du conditionnel cède ainsi le pas à l'impératif. L'accès aux informations contenues dans les *data rooms* bénéficie désormais à tous les initiateurs d'une offre sur une même société. Dès lors qu'un initiateur entre dans la compétition, il doit se voir accorder le même accès aux données que celui dont disposent ses concurrents.

Si cette avancée est bienvenue, l'on peut toutefois douter qu'elle suffise à garantir la pleine effectivité du principe de libre jeu des offres et des surenchères. En effet, la position recommandation conditionne toujours l'équivalence d'accès à l'information à la qualité de concurrent. Seul un concurrent officiel ayant d'ores et déjà déposé une offre concurrente peut prétendre accéder aux informations délivrées dans le cadre d'une précédente *data room*¹⁸⁰⁰. À l'inverse, le droit positif ne garantit nullement à un concurrent potentiel, qui n'aurait pas encore déposé d'offre, de pouvoir accéder à ces informations. Cette position avantage *de facto* le premier initiateur en date. Le concurrent potentiel part quant à lui avec un handicap lourd : à défaut de pouvoir accéder à la même *data room*, il ne peut apprécier totalement l'opportunité de l'opération ni prévoir précisément sa dimension financière. Conditionner l'accès de la *data room* à la qualité de concurrent officiel aboutit à renverser l'état des choses, et confère un avantage souvent déterminant au premier initiateur en obligeant ses concurrents à engager des démarches coûteuses alors que de nombreuses variables demeurent inconnues. Plus encore, dans l'éventualité où l'accès à la *data room* permettrait à l'initiateur concurrent de connaître des données jusque-là ignorées, la prise de conscience sera trop tardive pour autoriser le retrait de l'offre ou sa réévaluation à la baisse. Une fois l'offre concurrente déposée, l'initiateur ne pourra ni la révoquer¹⁸⁰¹, ni en modifier le prix, qui devra être supérieur d'au moins 2 % à celui fixé par la première offre¹⁸⁰².

¹⁷⁹⁸ Il s'agit d'une coquille, c'est en vérité à l'article 231-3 du RG AMF qu'il devrait être fait référence. Il est regrettable que cette erreur n'ait toujours pas été rectifiée.

¹⁷⁹⁹ AMF, Reco. DOC-2016-08, *préc.*, p.53.

¹⁸⁰⁰ Pour une lecture identique des textes v. Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres et des surenchères et procédures de salles d'information (« Data rooms ») », *préc.*, n°8.

¹⁸⁰¹ Art. 231-13 IRG AMF.

¹⁸⁰² Art. 232-7 RG AMF.

577. Évolutions souhaitables. Si la modification de la position recommandation effectuée en 2016 a permis d'étendre la portée du principe de libre jeu, cette dernière demeure encore limitée. Deux modifications permettraient de mieux garantir, sur le terrain de l'information, l'effectivité de la compétition pour l'acquisition du contrôle des sociétés cotées.

578. La révision de l'article 232-11 RG AMF. Il serait d'abord possible de prévoir une nouvelle exception au caractère irrévocable des offres. L'article 232-11 alinéa 2 du RG AMF limite aujourd'hui la faculté de renonciation à son offre à certaines hypothèses au nombre desquelles ne figure pas la découverte d'informations essentielles inconnues au jour du dépôt de l'offre¹⁸⁰³. Une exception pourrait être ajoutée au seul bénéficiaire de l'initiateur d'une offre concurrente. L'ajout d'une telle exception, dont la mise en œuvre serait évidemment conditionnée à l'autorisation préalable de l'AMF, inciterait les initiateurs potentiels à s'engager dans la compétition en bénéficiant d'une soupape de sécurité qui fait aujourd'hui défaut. La rédaction de l'article 232-11 pourrait prendre la forme suivante :

Art. 232-11 RG AMF : *L'initiateur peut renoncer à son offre publique dans le délai de cinq jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. [...]*

Lorsque l'initiateur est l'auteur d'une offre concurrente, il peut renoncer à son offre en cas de découverte d'une information essentielle inconnue par lui au jour du dépôt de son offre.

Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3.

579. L'accès des compétiteurs potentiels à une data room. Il serait également possible d'ouvrir l'accès aux informations à tout compétiteur potentiel de bonne foi. Envisagée en 2002 lors d'une consultation de place¹⁸⁰⁴, cette proposition a fait l'objet de critiques en ce qu'elle risquerait de permettre à des concurrents indésirables de se procurer des informations

¹⁸⁰³ Il apparaît délicat de faire entrer cette situation dans le champ de l'article 232-11 du RG AMF qui ne permet à l'initiateur de renoncer à son offre que si elle « devient sans objet, ou si la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre ». On rattache traditionnellement ces hypothèses à la mise en place de défenses anti-OPA ou au vote d'une fusion entre l'initiateur et la société visée par l'offre, qui prive logiquement l'offre d'objet (A. VIANDIER, *OPA OPE, et autres offres publiques*, *op cit.* n°979 ; AMF, *Rapport annuel* 2010, p.149). Pareilles hypothèses ne recouvrent pas la découverte de nouvelles informations sur la cible, sauf à retenir une interprétation particulièrement souple de « l'objet de l'offre », ce que l'AMF fait parfois. Dans une décision récente, l'autorité a ainsi estimé que le fait que l'initiateur d'une première offre cède l'intégralité de sa participation dans le capital de la cible au profit d'un nouvel initiateur aboutissait à priver d'objet la première offre. Elle autorisa en conséquence le premier initiateur à y renoncer sur le fondement du l'article 232-11 al.2 du RG AMF (AMF, déc. 221C2871, 26 oct. 2021, *Filae*).

¹⁸⁰⁴ COB, *Bull. mens.* mars 2002, n°366, p.10.

stratégiques sur une société sans avoir pour autant l'obligation de déposer une offre¹⁸⁰⁵. Cette dérive potentielle peut pourtant être évitée en réservant l'accès à la *data room* aux seules personnes ayant conclu un accord de confidentialité avec la société visée et qui s'engageraient à n'utiliser des informations reçues qu'aux seules fins de déposer une offre. En s'inspirant du *Takeover City code*, il serait possible de prévoir que la société sollicitée n'est pas tenue de fournir l'ensemble des données communiquées à l'initiateur de la première offre, mais aurait seulement à répondre aux questions spécifiquement posées par les concurrents potentiels. Ce choix permettrait alors d'aligner la France avec la position anglaise et espagnole, qui ouvrent l'accès à l'information aux simples compétiteurs potentiels, y compris lorsqu'ils ne sont pas choisis par la direction de la société visée par une offre¹⁸⁰⁶. Il serait heureux que les autorités s'engagent dans cette voie sans attendre qu'un contentieux vienne mettre en lumière les limites du système actuel¹⁸⁰⁷.

§2. Le principe de libre jeu et l'obligation de déposer une offre concurrente

580. Libre jeu et dépôt obligatoire d'une offre concurrente. Le principe de libre jeu est parfois présenté comme étant à même d'obliger un tiers à déposer une offre concurrente en dehors des cas prévus par la loi¹⁸⁰⁸. Les réponses apportées par la jurisprudence à l'occasion de l'offre publique de la société Quadral sur les titres de la société CSEE sont à l'origine de cette croyance. Il convient d'y revenir pour cerner la portée exacte du principe de libre jeu.

581. L'offre publique de Quadral sur la société CSEE. À la fin de l'année 1991, la société Quadral fut amenée à franchir le seuil du tiers du capital de la société CSEE et déposa en conséquence un projet d'offre portant sur la totalité des actions de cette société. Alors que le projet fut déclaré recevable par les autorités boursières, le groupe italien Finmeccanica, partenaire économique de CSEE, acquit, par le biais de filiales, 10 % des droits de vote de la société visée. Souhaitant accroître sa participation sans avoir pour « objectif prioritaire » de prendre le contrôle de CSEE¹⁸⁰⁹, le groupe Finmeccanica soumit à l'autorisation préalable du ministre de l'Économie son projet d'acquérir 20 % supplémentaires des titres de cette société.

¹⁸⁰⁵ H. De VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, « Data rooms. Conditions de mise en œuvre lors des cessions de blocs d'actions de sociétés cotées », *préc.*, p.37.

¹⁸⁰⁶ Art. 21.3 *Takeover City Code*; art. 46 décr. Royal n°1066/2007, *préc.*

¹⁸⁰⁷ À l'inverse de l'Espagne, qui ne modifia sa réglementation qu'après qu'un contentieux en ait montré les carences (G. NUNEZ, M. RIOS, U. MENENDEZ, « La transposition de la directive en Espagne », *Journ. Sociétés* nov. 2008, p.42 et s., *spéc.* p.47).

¹⁸⁰⁸ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°2203.

¹⁸⁰⁹ V. en ce sens l'interview du groupe Finmeccanica paru dans *Les Échos* du 11 juill. 1991.

Le ministre autorisa l'opération envisagée après avoir pris note de l'engagement de Finmeccanica de ne pas porter sa participation au-delà du tiers du capital. Le groupe italien déclara alors ne pas souhaiter apporter sa participation à l'offre déposée par Quadral et fit usage de l'autorisation ministérielle pour renforcer, dans la limite du tiers, sa position dans le capital de la société CSEE. Quadral estima toutefois que la volonté de Finmeccanica était d'obtenir le contrôle de fait CSEE. L'initiateur de l'offre demanda alors au Conseil des bourses de valeurs d'obliger le groupe italien à déposer une offre concurrente sur la totalité du capital de CSEE. Le Conseil, tout en constatant que la participation de Finmeccanica avait été portée à 29,5 % du capital de la société visée par l'offre publique, rejeta la requête de Quadral en considérant qu'aucune règle de droit ne permettait d'exiger du groupe le dépôt d'une offre publique. Quadral porta alors sa demande devant la Cour d'appel de Paris.

582. Solution retenue par la Cour d'appel de Paris. Par un arrêt du 20 novembre 1991, les juges du fond reprirent la motivation du CBV en considérant « que même dans l'hypothèse où une procédure d'offre publique est en cours, le règlement général du Conseil n'impose expressément aucune obligation de dépôt d'un projet d'offre concurrente aux personnes qui n'ont pas acquis plus du tiers des titres du capital ou des droits de vote aux assemblées générales d'une société »¹⁸¹⁰. La cour d'appel nuança ensuite son propos. Elle estima que le principe d'égalité, ou plutôt celui de libre jeu des offres¹⁸¹¹, pouvait « conduire à soumettre à une offre concurrente un opérateur, qui n'est ni l'initiateur de l'offre originale ni la société visée, [...] à la condition que les achats sur le marché, auxquels il procède durant le déroulement d'une offre publique et qui par principe ne sont pas prohibés, visent des objectifs incompatibles avec ceux d'autres intervenants et le placent de ce fait dans une situation de compétition avec ceux-ci ». Appliquant les critères dégagés au cas d'espèce, la cour d'appel releva que le groupe Finmeccanica avait constamment assuré ne pas vouloir prendre le contrôle de CSEE, mais recherchait seulement une position d'actionnaire significatif, et qu'aucun élément n'était de nature à mettre en doute l'engagement pris de limiter la participation acquise au tiers du capital de CSEE. Finmeccanica ayant respecté son engagement de limiter ses acquisitions à ce seuil, la cour d'appel refusa de l'astreindre au dépôt d'une offre concurrente. La solution finalement retenue est traditionnelle. Le raisonnement suivi, lui, s'avère beaucoup plus original. Il laisse en effet entendre que le

¹⁸¹⁰ CA Paris, 20 nov. 1991, *Quadral c. Finmeccanica*, préc.

¹⁸¹¹ Si les exigences d'égalité, de loyauté et de transparence sont mentionnées dans l'arrêt, seul le principe de libre jeu entretient un rapport direct avec l'éventuelle obligation de déposer une offre concurrente. On remarquera d'ailleurs que la société Quadral, requérante, ne faisait pas reposer son argumentation sur l'égalité ou la transparence, mais sur « la première phrase du 3e al. de l'art. 3 du règlement n°89-03 de la Commission, relatif aux offres publiques et aux acquisitions de blocs de contrôle, selon laquelle la compétition que peut impliquer une offre publique s'effectue par le libre jeu des offres et de leurs surenchères ».

principe de libre jeu pourrait obliger un acteur à lancer une offre publique concurrente lorsqu'il se comporte, en fait, comme un concurrent¹⁸¹².

583. Appréciation de la solution retenue. Des commentateurs de l'arrêt soulignèrent que l'obligation de déposer une offre, particulièrement attentatoire au régime des libertés individuelles, ne pouvait résulter que de la loi¹⁸¹³. À défaut de dépassement des seuils prévus par la loi, le principe de libre jeu serait à lui seul incapable de fonder une telle solution. Cette position repose sur l'idée selon laquelle les principes des offres seraient de nature réglementaire. Il est toutefois douteux que cet argument suffise à empêcher les autorités d'interpréter le principe de libre jeu comme imposant l'obligation de déposer une offre dans des situations inédites. En effet, les principes généraux des offres s'inscrivent difficilement dans la conception traditionnelle de la hiérarchie des normes. En pratique, leur valeur juridique dépend moins du texte qui les énonce que du rang que souhaite leur conférer l'organe qui les mobilise¹⁸¹⁴. Les magistrats pourraient donc exiger que toute personne soit tenue de déposer une offre concurrente dès lors qu'elle se place « dans une situation de compétition » avec l'auteur d'une offre et que son comportement s'avère « incompatible » avec celui de l'offrant. Il reste qu'une analyse plus fine de l'arrêt du 20 novembre 1991 amène à penser que ces critères sont trop fuyants pour produire effet, ce qui expliquerait pourquoi cette solution est restée isolée et semble désormais dépassée.

584. Des critères difficiles à mettre en œuvre. Plusieurs éléments rapportés par l'arrêt autorisent à penser que la cour d'appel aurait pu, à partir des critères qu'elle dégage, retenir une solution diamétralement opposée consistant à imposer le dépôt d'une offre concurrente. En premier lieu, l'arrêt mentionne que le groupe italien Finmeccanica détenait, en plus d'une part importante du capital de la société CSEE, 49 % du capital de deux des filiales stratégiques de cette société. Il est possible de se demander si la conjugaison de ces participations au capital des filiales avec la détention de près du tiers du capital de la société mère n'était pas de nature à conférer à Finmeccanica une influence incompatible avec les objectifs de prise de contrôle de la société Quadral¹⁸¹⁵. La réponse, qui méritait au moins d'être débattue, aurait pu aboutir au dépôt d'une offre concurrente. En deuxième lieu, l'arrêt mentionne que le directeur du groupe italien avait fait savoir, dans une interview publiée dans

¹⁸¹² A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°2203.

¹⁸¹³ J.-Y. MARTIN, D. CARREAU, « La compétence du juge des référés en matière d'OPA et l'irrecevabilité en cours d'offre publique d'une demande formulée auprès du CBV visant à ordonner le dépôt d'une offre publique concurrente et d'une offre publique de retrait », *Rev. Soc.* 1992, p.327, *spéc* n°13.

¹⁸¹⁴ *v. infra* n°791 et s.

¹⁸¹⁵ M. JEANTIN, « L'irrecevabilité de l'action tendant en cours d'OPA à imposer une offre concurrente et une offre de retrait », *Bull. Joly Soc.* janv. 1992, p.76, *spéc.* n°4.

la presse financière, son intention d'accroître sa participation dans CSEE sans avoir pour objectif prioritaire d'en prendre le contrôle. Mais si l'objectif prioritaire n'était pas la prise de contrôle, l'acquisition en cours d'offre de près de 20 % du capital de la société visée suffisait à établir que Finmeccanica cherchait, au moins de façon subsidiaire, à compliquer la prise de contrôle de Quadral. Or, aussi subsidiaire soit-il, un tel objectif s'avérait « incompatible » avec ceux de l'initiateur, ce qui, au regard des critères dégagés par la cour d'appel, aurait encore pu justifier l'obligation de déposer une offre concurrente. L'échec de l'offre déposée par la société Quadral confirme d'ailleurs que le comportement de Finmeccanica était bel et bien incompatible avec les objectifs poursuivis par l'initiateur de l'offre.

585. Une solution isolée. Outre l'application malaisée des critères dégagés, la solution retenue apparaît également isolée. Alors que les hypothèses dans lesquelles une concurrence a lieu entre un initiateur officiel et un concurrent de fait ne manquent pas, les autorités financières n'ont jamais renouvelé cette position¹⁸¹⁶. Trois affaires en témoignent.

586. Lors de l'OPA initiée par la société Fujitsu Services sur les titres GFI Informatique, la société Apax, alors tiers à l'opération, acquit près de 15 % du capital de la société visée, avant de porter sa détention à plus de 27 % du capital. Ces acquisitions massives, faites en dehors du dépôt d'une offre, permirent de maintenir le cours du titre GFI à un niveau supérieur au prix proposé par Fujitsu et menèrent à l'échec de l'offre publique¹⁸¹⁷. Face à un tel comportement, largement incompatible avec l'objectif de prise de contrôle poursuivi par l'initiateur de l'offre, l'autorité de marché aurait pu retenir la solution dégagée par la jurisprudence CSEE. Il n'en fut rien. En l'absence de dépassement des seuils générant l'obligation de déposer une offre, l'AMF s'y refusa.

587. Une observation identique vaut à l'égard du comportement de la société néerlandaise Hal Holding à l'occasion de l'offre déposée sur les titres Grandvision en 2003. Tandis que la société PAI proposait un prix unitaire de 21 euros par action dans le cadre de son offre, Hal Holding se porta acquéreur de millions d'actions à un prix avoisinant les 22 euros. En deux jours, la société néerlandaise passa d'une participation de moins de 9 % du capital de la société Grandvision à plus de 24 %. Hal Holding atteignit même 30 % du capital avant de déclarer ne pas souhaiter apporter ses titres à l'offre, tout en énonçant « qu'à ce stade » et « dans les circonstances actuelles », elle n'envisageait pas de prendre le contrôle

¹⁸¹⁶ Pour un même constat à la fin de l'année 2007 v. D. MARTIN, B. KANOVITCH et B.-O. BECKER, « Public M&A – Offres publiques », *préc.*, p.105.

¹⁸¹⁷ Après l'échec de l'offre, la société Apax est d'ailleurs devenue le premier actionnaire de GFI Informatique (*La Tribune*, 18 sept. 2010).

ni de déposer une offre sur Grandvision¹⁸¹⁸. L'offre déposée par PAI se clôtura évidemment par un échec. Alors que la volonté de la société Hal Holding était passablement floue et à tout le moins incompatible avec les objectifs de l'initiateur, comme le démontra l'offre déposée par Hal Holding sur Grandvision quelques mois plus tard, l'AMF n'y trouva rien à redire sur le terrain du libre jeu des offres et des surenchères.

588. Enfin, à l'occasion de l'affaire Veolia-Suez, et alors que les faits de l'espèce auraient pu s'y prêter, l'AMF ne réitéra pas la solution retenue par la Cour d'appel de Paris trente ans plus tôt. Dans son communiqué du 2 avril 2021, l'autorité observa que le consortium Ardian-GIP « se plac[ait] de fait, avec l'appui de la société visée par l'offre, qui lui a octroyé un engagement d'exclusivité, dans une situation de compétition avec la société Veolia, initiatrice d'une offre publique visant les actions Suez »¹⁸¹⁹. Un auteur a pu voir dans cette déclaration la volonté de condamner une offre concurrente de fait qui s'affranchirait de la réglementation des offres publiques et contredirait le libre jeu des offres¹⁸²⁰. Force est toutefois de constater que l'autorité n'a pas imposé au consortium de déposer une offre concurrente pour autant. La portée attachée au principe de libre jeu par l'arrêt du 21 novembre 1991 n'a donc jamais produit de conséquence. Depuis 1989, l'obligation de déposer une offre ne semble pouvoir résulter que du franchissement de seuils prédéfinis en capital ou en droits de vote¹⁸²¹.

589. Une solution dépassée. La lecture du rapport annuel 2014 de l'AMF amène à penser que l'autorité préfère dorénavant recourir au dispositif anti-rumeur plutôt que d'user du principe de libre jeu pour contraindre un compétiteur de fait à déposer une offre concurrente¹⁸²². La bataille boursière autour de l'acquisition du contrôle de la société Club Méditerranée en rend compte. Alors que l'offre publique initiée par la société Gallion Invest sur les titres Club Méditerranée se prolongeait, une société tierce, Strategic Holdings, prit une position significative au sein du capital de la société visée par l'offre. Face aux

¹⁸¹⁸ *Les Échos*, « L'OPA de PAI sur Grandvision paraît compromise », 11 sept. 2003 ; *Les Échos*, « Grandvision : Hal pourrait être une alternative crédible », 12 sept. 2003 ; *Le Monde*, « Bataille boursière surprise pour le contrôle de Grandvision », 12 sept. 2003.

¹⁸¹⁹ AMF, *Communiqué de presse*, 2 avr. 2021, *préc.*

¹⁸²⁰ Ch. GOYET, « Remarques sur la communication de l'AMF du 2 avril 2021 (Suez-Veolia) et certaines des critiques dont elle a fait l'objet », *RTDF* 2021/1, p.95 et s., *spéc.* n°4. Deux raisons invitent à nuancer cette analyse. D'abord, la proposition industrielle portée par le consortium s'adressait en premier lieu à la direction de Suez et constituait moins une offre concurrente qu'une alternative à l'offre initialement déposée par Veolia, ce qui explique que cette proposition ait été conditionnée à ce qu'un accord entre Suez et Veolia sur les termes de l'offre de Veolia soit trouvé (Ardian-GIP, *Communiqué de presse, préc.*, p.3). Ensuite, et de l'aveu même de l'autorité, la situation de compétition de fait ne heurtait pas, en elle-même, le principe de libre jeu. C'est la combinaison de cette situation de concurrence avec l'ensemble des autres mesures prises et annoncées par Suez qui fut jugée problématique (AMF, *Précisions sur le rôle de l'AMF dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, préc.*, p.11).

¹⁸²¹ M.-J. VANEL, « À propos de l'arrêt Havas », *Rev. mens. CMF* avr. 1998, n°7, p.19 et s., *spéc.* p.20.

¹⁸²² AMF, *Rapport annuel* 2014, p.88 et s.

déclarations ambiguës de Strategic Holdings, l'AMF déclencha le dispositif anti-rumeur. Elle imposa alors à Strategic Holdings de déposer un projet d'offre avant le 20 juin 2014, faute de quoi elle ne pourrait plus le faire avant l'expiration d'une période de six mois¹⁸²³. Une offre publique fut alors déposée dans le délai imparti¹⁸²⁴. Par le biais du dispositif anti-rumeur, l'AMF obligea la société Strategic Holdings, qui se trouvait en situation de concurrence de fait avec l'initiateur d'une offre, à entrer officiellement dans la compétition pour l'acquisition du contrôle de Club Méditerranée. Si l'utilisation qui a été faite du dispositif ne traduit pas *stricto sensu* l'obligation de déposer une offre concurrente, elle limite tout de même grandement la liberté d'action des tiers durant le déroulement d'une offre, ce qui explique que l'AMF ait pu faire écho à la jurisprudence CSEE dans son rapport annuel¹⁸²⁵. Le dispositif anti-rumeur permet dès lors de dépasser la solution retenue par la Cour d'appel de Paris en 1991 tout en préservant son esprit.

590. Conclusion de Section. Le principe de libre jeu, s'il implique une libre compétition, n'exige pas l'égalité des compétiteurs. Les *breaks up fees* et les engagements d'apport démontrent qu'il est parfaitement possible d'avantager exclusivement un offrant au détriment des autres. Par conséquent, lorsque les juges du fond affirment que « le principe du libre jeu des offres et de leurs surenchères s'oppose à la conclusion de contrats, dans le cadre et pour les besoins d'une offre publique, sous la condition suspensive de la réussite de celle-ci »¹⁸²⁶, il ne faut voir dans cette formule qu'une affirmation maladroite et trop générale¹⁸²⁷. Maladroite d'abord, car elle laisse entendre qu'aucun avantage ne pourrait être attribué, ce qui ne résiste pas à l'épreuve des faits ; trop générale ensuite, car si le principe de libre jeu peut faire obstacle à la conclusion de certains actes, cela n'est vrai que lorsque ces actes assurent à l'initiateur qui en bénéficie un avantage déterminant par avance le succès de son offre. En pratique néanmoins, le contrôle opéré pour vérifier le caractère déterminant d'un avantage est parfois superficiel. La situation n'est pas irrémédiable. L'exclusion des engagements d'apport du champ du principe permettrait à l'autorité de ne contrôler que les dispositifs véritablement susceptibles de heurter le libre jeu des offres, comme certains montages contractuels ou les clauses de *break up fees* souscrites par la société cible. L'ouverture des *data rooms* aux initiateurs potentiels et l'ajout d'une nouvelle exception au caractère irrévocable des offres contribueraient également à effacer l'avantage souvent déterminant dont bénéficie le premier initiateur d'une offre. Enfin, et bien qu'un arrêt ait

¹⁸²³ AMF, déc. n°214C0875, 23 mai 2014, *Club Méditerranée* ; déc. n°214C0916, 27 mai 2014, *Club Méditerranée*.

¹⁸²⁴ AMF, déc. n°214C1238, 30 juin 2014, *Club Méditerranée*.

¹⁸²⁵ AMF, *Rapport annuel* 2014, p.91.

¹⁸²⁶ CA Paris, n°2015/07257, 8 sept. 2015, *préc.*

¹⁸²⁷ A. SOILLEUX, Y. PIETTE, « Restructuration financière et offre publique obligatoire », *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2016, comm. 41, *spéc.* p.71.

laissé croire le contraire, en période d'offre, le principe de libre compétition ne peut, à lui seul, obliger un compétiteur de fait à déposer une offre concurrente.

591. Conclusion de Chapitre. Afin de garantir l'effectivité du droit de déposer une offre publique sur toute société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, le principe de libre jeu des offres et des surenchères limite à la fois la liberté des sociétés visées par une offre et celle des initiateurs.

S'agissant d'abord des mesures de défense susceptibles d'être prises par les sociétés visées, le principe produit peu d'interférences. Il s'oppose seulement aux dispositifs qui constitueraient des obstacles absolus au succès d'une offre. Malgré l'hostilité passée des autorités à l'égard des mesures de défense, le libre jeu des offres admet parfaitement qu'une société déploie un dispositif visant à faire échouer une offre déposée sur ses titres. Certains communiqués de l'AMF témoignent néanmoins qu'une méfiance demeure vis-à-vis des mesures qui n'ont vocation à jouer qu'à l'égard d'un initiateur particulier. L'impératif de libre jeu n'implique pourtant pas de consacrer un principe d'universalité des défenses. Il faut souhaiter que ces prises de positions, plus politiques que juridiques, et qui nuisent à la protection des intérêts minoritaires, ne trouvent jamais de traduction contentieuse.

S'agissant ensuite des initiateurs, le principe assure qu'une réelle concurrence puisse exister pour l'acquisition du contrôle des sociétés cotées. Il garantit ainsi la contestabilité des offres. Si le libre jeu des offres et des surenchères ne s'oppose pas à ce que des avantages soient consentis à un initiateur particulier, il interdit néanmoins les avantages qui rendraient la concurrence impraticable et détermineraient par avance le succès des offres. L'examen des décisions rendues révèle cependant que certains actes échappent à cet interdit, faute pour l'autorité de marché d'opérer un contrôle systématique et de disposer de critères de contrôle adéquats. À l'inverse, des mécanismes sont parfois examinés sur le terrain du libre jeu des offres alors qu'ils devraient se voir exclus du champ d'application du principe. Plusieurs propositions ont été formulées afin de remédier à ces situations.

Sur le terrain des avantages matériels, un examen plus systématique des avantages consentis combiné à l'appréciation *in concreto* de l'utilité qu'en tire leur bénéficiaire permettrait de rendre la libre compétition plus effective. À l'opposé, les engagements d'apport de titres à une offre, parce qu'ils expriment la liberté reconnue à tout actionnaire de choisir le cessionnaire de ses titres, devraient cesser d'être examinés à l'aune du principe de libre jeu.

Sur le terrain des avantages informationnels, élargir l'accès aux *data rooms* permettrait de rééquilibrer la situation de l'initiateur d'une première offre publique avec celles de ces concurrents éventuels. L'ajout d'une nouvelle dérogation au caractère irrévocable des offres en cas de découverte d'informations essentielles inconnues au jour du dépôt de l'offre,

comme l'ouverture des *data rooms* aux concurrents potentiels qui concluent un accord de confidentialité et s'engagent à n'utiliser des informations reçues qu'aux seules fins de déposer une offre, inciteraient les candidats potentiels à entrer effectivement en compétition pour l'acquisition du contrôle d'une société cotée.

Enfin, et bien qu'une telle portée ait pu lui être attribuée par le passé, le principe de libre jeu ne semble pas pouvoir obliger un concurrent de fait à déposer une offre lorsque son comportement s'avère incompatible avec les objectifs poursuivis par l'initiateur d'une première offre. En l'absence du franchissement d'un seuil générant l'obligation de déposer une offre, le dispositif anti-rumeur et les sanctions qui lui sont attachées inciteront néanmoins l'acteur en situation de potentielle concurrence avec l'initiateur d'une offre à entrer officiellement en compétition avec lui.

CHAPITRE 3. LA LOYAUTÉ DANS LES TRANSACTIONS ET LA COMPÉTITION

592. La loyauté et le droit. La portée juridique de l'exigence de loyauté a toujours suscité des interrogations. Alors que sa connotation morale l'éloigne des frontières du droit¹⁸²⁸, ses racines latines laissent au contraire entendre qu'être loyal, c'est se conformer à la loi¹⁸²⁹. La compréhension du mot varie selon le domaine de recherche et le degré d'attention de l'observateur. La loyauté fait tantôt figure de notion autonome promise à un avenir radieux, tantôt de concept nouveau qui, derrière un visage singulier, cache simplement les traits de la bonne foi¹⁸³⁰. Familière au droit des obligations qui a vu l'exigence s'imposer à tous les stades du contrat, de sa formation à sa rupture en passant par son exécution¹⁸³¹, elle est également connue du droit processuel qui, de longue date déjà, l'a érigé en principe¹⁸³². Présente en droit de la consommation¹⁸³³ et en droit du travail¹⁸³⁴, la loyauté fait également figure de concept-cadre du droit administratif¹⁸³⁵ et du droit de la concurrence¹⁸³⁶. L'exigence de loyauté demeure pourtant, malgré son immixtion au sein des différentes branches du droit, réticente à tout effort de systématisation, ce qui ne manque pas d'alimenter la critique d'une partie de la doctrine¹⁸³⁷.

593. La loyauté et le droit des affaires. Dans le milieu des affaires, l'accueil réservé à l'exigence semble plus chaleureux. En ce domaine, dont l'historien rappelle qu'il est plus

¹⁸²⁸ G. THOUVENIN, « Éditorial », *Justice & Cassation* 2014, p.5 et s., *spéc.* p.5-6.

¹⁸²⁹ Loyal provient en effet de *leial*, mot issu de l'évolution phonétique du latin *legalis*, qui signifie « conforme à la loi » et qui, par emprunt, a donné légal (*Dict. Hist. de la langue française*, 1992).

¹⁸³⁰ P.-Y. GAUTIER, « Loyauté, nouveau standard du droit, ou bien leurre ? », *Justice & Cassation* 2014, p.55, *spéc.* n°4.

¹⁸³¹ Y. PICOD, *Le devoir de loyauté dans l'exécution du contrat*, préf. G. Couturier, LGDJ, 1989 ; J.-P. GRIDEL, « La déloyauté dans l'exécution du contrat, fait générateur de résiliation et de responsabilité », *RLDC* janv. 2013, p.7 ; R. JABBOUR, *La bonne foi dans l'exécution du contrat*, préf. L. Aynès, LGDJ, 2016 ; Ph. BRUNSWICK, « Rôle de la jurisprudence dans l'émergence du devoir de loyauté en tant que norme générale de comportement », *Cah. dr. entr.* 2016/1, p.26.

¹⁸³² M.-E. BOURSIER, *Le principe de loyauté en droit processuel*, préf. S. Guinchard, Dalloz, 2003.

¹⁸³³ Art. L.120-1 Code conso.

¹⁸³⁴ D. CORRIGNAN-CARSIN, « Loyauté et droit du travail », in *Mélanges en l'honneur de Henri Blaise*, Economica, 1995, p.125 ; S. BRISSY, « Quelques aspects de la loyauté en droit du travail », *Actes prat. et ing. soc.* mars-avr. 2011, p.22 ; Th. HASS, « La loyauté en droit du travail », *Justice & Cassation* 2014, p.69.

¹⁸³⁵ M. GUYOMAR, « La loyauté en droit administratif », *Justice & Cassation* 2014, p.59.

¹⁸³⁶ R. BOUNIOL, « Loyauté et concurrence », *Justice & Cassation* 2014, p.85 et s., *spéc.* p.87.

¹⁸³⁷ La critique, qui s'observe au sein de toutes les branches du droit, est plus nette encore en droit processuel (R. PERROT, « La loyauté procédurale », *RTD Civ.* 2006, p.151 ; D. MINIATO, « L'introuvable principe de loyauté », *D.2007*, p.1035 ; D. GARREAU, « La loyauté dans la preuve, un principe résiduel, voire inutile ? », *Justice & Cassation* 2014, p.41).

souvent peuplé de prédateurs rusés que de négociants probes et prévenants¹⁸³⁸, la loyauté paraît étrangement mieux établie qu'ailleurs¹⁸³⁹. La loyauté serait « consubstantielle à l'existence même de ce droit, [et] à l'origine de ses principales institutions »¹⁸⁴⁰. Agents commerciaux¹⁸⁴¹, entreprises de marché¹⁸⁴², chambres de compensation¹⁸⁴³, prestataires de service d'investissement¹⁸⁴⁴, sociétés de gestion de portefeuille¹⁸⁴⁵, organismes de titrisation¹⁸⁴⁶, conseillers en investissements financiers¹⁸⁴⁷ ou en investissements participatifs¹⁸⁴⁸ sont ainsi tenus d'adopter un comportement loyal qui s'exprime principalement par le biais d'obligations de conseil¹⁸⁴⁹, de vigilance¹⁸⁵⁰, de coopération lors des enquêtes diligentées par l'AMF¹⁸⁵¹, et par la priorité accordée aux intérêts des clients¹⁸⁵².

594. Annonce. La lecture des textes et des décisions rendues suffit à démontrer que la loyauté constitue un principe général du droit des offres (**Section 1**). Un examen plus minutieux laisse toutefois apparaître que le principe est régulièrement délaissé par les autorités chargées de veiller au bon déroulement des offres (**Section 2**).

¹⁸³⁸ Pour des exemples à travers l'histoire v. H. BONIN et B. BLANCHETON, *Crises et batailles boursières aux XXème et XXIème siècles*, Droz, 2017, *spéc.* p.412 et p.458.

¹⁸³⁹ K. GRÉVIN-LEMERCIER, *Le devoir de loyauté en droit des sociétés*, préf. H. Le Nabasque, PUAM, 2013.

¹⁸⁴⁰ L. VOGEL, « Loyauté et droit des affaires : L'impossible mariage ? » in *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, Dalloz, 2013, p.745, *spéc.* n°2.

¹⁸⁴¹ Art. L.134-4 al.2 Code com.

¹⁸⁴² Art. 512-2 RG AMF.

¹⁸⁴³ Art. 541-5 RG AMF.

¹⁸⁴⁴ Art. L.533-1 et L.533-11 Code mon. fin., art. 314-3 RG AMF.

¹⁸⁴⁵ Art. 319-3 RG AMF.

¹⁸⁴⁶ Art. 323-51 RG AMF.

¹⁸⁴⁷ Art. L.541-8-1 1° Code mon. fin., art. 325-16 RG AMF.

¹⁸⁴⁸ Art. L.547-9 Code mon. fin., art. 325-53 RG AMF.

¹⁸⁴⁹ AMF, Com. Sanct., SAN-2013-23, 28 oct. 2013, *Société X* ; SAN-2015-14, 9 juill. 2015, *Hérios Finance et M. A* ; SAN-2015-16, 6 oct. 2015, *M.A* ; Adde I. TCHOTOURIAN, « La loyauté à travers la contrainte de la transparence : retour sur les évolutions jurisprudentielles de la responsabilité bancaire en matière d'investissements boursiers », *Actes prat. ing. soc.*, mars-avr. 2011, p.30.

¹⁸⁵⁰ AMF, Com. Sanct., SAN-2007-18, 24 mai 2007, *Société X et MM. A, B, C et D* ; SAN-2011-01, 16 déc. 2010, *M. A* ; SAN-2012-21, 14 déc. 2012, *OFI Asset Management, MM. A et B* ; SAN-2013-23, 28 oct. 2013, *préc.*

¹⁸⁵¹ AMF, Com. Sanct., SAN-2018-02, 11 avr. 2018, *Conseil Patrimoine Finance, MM. J. Sautjeau, S. Sautjeau et Ch. Roche* ; SAN-2018-07, 25 juin 2018, *Société IG Markets Limited* ; SAN-2018-18, 14 déc. 2018, *Société Axess Finances et M. J. Sadecki* ; SAN-2020-05, 26 juin 2020, *Cérès Finance et P. Thierry* ; SAN-2020-06, 3 juill. 2020, *Société Groupe CGFI et J. Defenme* ; SAN-2020-09, 24 sept. 2020, *Société de gestion des fonds d'investissement de Bretagne et F. De Kersauson*.

¹⁸⁵² AMF Com. Sanct., SAN-2007-21, 25 janv. 2007, *Société X, MM. A et B* ; SAN-2008-12, 28 févr. 2008, *Sociétés X, Y, Z, W et MM. A, B, C, D E, F, G et H* ; SAN-2008-25, 16 oct. 2008, *Mme X* ; SAN-2015-09, 20 mai 2015, *Sociétés Eliaxis Conseil, Fipac Consultant, Guinefolleau Finance, Syrah Capital France, MM. A, B et Mme C*.

Section 1. La loyauté en droit des offres : un principe consacré

595. Annonce. Le caractère sibyllin de l'exigence de loyauté commande de la définir (§1) avant de présenter ses implications en droit des offres (§2).

§1. La définition de la loyauté en droit économique

596. Annonce. Souvent confondue avec des concepts voisins, cerner positivement le sens de l'exigence de loyauté (**II**) implique de déterminer d'abord ce qu'elle n'est pas (**I**).

I. La délimitation négative de la loyauté

597. La loyauté n'est pas la licéité. La loyauté doit d'abord être différenciée de la licéité. L'adjectif « loyal » est issu, par évolution phonétique, du latin *legalis* qui signifie « conforme à la loi »¹⁸⁵³. Affirmer aujourd'hui qu'être loyal équivaudrait à agir conformément au droit reviendrait pourtant à faire de la loyauté un concept improductif, un doublon encombrant que la clarté commanderait de supprimer. Il faut donc, sauf à vouloir priver l'exigence de loyauté de tout intérêt pratique, se garder d'assimiler comportement loyal et comportement licite¹⁸⁵⁴. La jurisprudence refuse d'ailleurs cet amalgame. Dans l'affaire Paribas et Société Générale contre BNP¹⁸⁵⁵, si la cour d'appel a estimé que la déloyauté dans la compétition s'entendait d'une entrave au libre jeu des offres par le recours à des manœuvres « illicites », elle précisa que ces manœuvres, sans être illicites, pouvaient également être « occultes ou frauduleuses »¹⁸⁵⁶. Se comporter loyalement n'implique donc pas seulement de se conformer à la loi.

598. La loyauté n'est pas la bonne foi. La bonne foi est généralement définie comme l'esprit de droiture, l'attitude d'honnêteté, « le comportement loyal que requiert notamment l'exécution d'une obligation »¹⁸⁵⁷. Mais si bonne foi et loyauté paraissent se confondre largement, plusieurs auteurs ont tâché de dissocier les deux notions.

¹⁸⁵³ V. « loyal », in *Dict. Hist. de la langue française, préc.*

¹⁸⁵⁴ Y. PICOD, *Le devoir de loyauté dans l'exécution du contrat, op. cit.*, n°15 à n°17.

¹⁸⁵⁵ CA Paris, 17 juin 1999, *préc.*

¹⁸⁵⁶ Sur cette affaire, v. *infra* n°607 et s.

¹⁸⁵⁷ V. « Bonne foi » in *Vocabulaire juridique, op cit.*

Selon une première conception, la bonne foi ne serait qu'une attitude, tandis que la loyauté supposerait un comportement¹⁸⁵⁸. La différence entre attitude et comportement est toutefois délicate à mettre en œuvre. Certains auteurs considèrent d'ailleurs que la bonne foi prescrit l'exécution d'actes positifs¹⁸⁵⁹. Madame Rita Jabbour propose une autre distinction entre loyauté et bonne foi. Dans sa thèse de doctorat, l'auteur distingue les deux concepts selon leur objet¹⁸⁶⁰. Alors que la loyauté, extérieure au contrat, exprimerait une norme générale de comportement garantissant l'ordre social dans son ensemble, la bonne foi, interne au contrat, énoncerait une norme spéciale garantissant le seul ordre contractuel. Tandis que la loyauté évoluerait en dehors du champ contractuel, la bonne foi, elle, n'aurait trait qu'à la relation contractuelle elle-même¹⁸⁶¹. Si cette distinction est séduisante, elle ne correspond plus au droit positif depuis que l'ordonnance du 10 février 2016 a fait le choix d'étendre l'exigence de bonne foi au-delà du stade de l'exécution du contrat¹⁸⁶². Prenant acte du choix opéré par la réforme, plusieurs auteurs estiment désormais qu'il importe peu qu'« existe ou non un contrat ; la bonne foi impose à chacun certains comportements [...], [elle] est une règle de civilité qui gouverne l'honnêteté *in* comme *ex contractu* »¹⁸⁶³. Face à pareil entremêlement, il est difficile de nier le lien qui unit loyauté et bonne foi. En droit des obligations¹⁸⁶⁴, comme en droit des affaires¹⁸⁶⁵, la majorité des auteurs considèrent les notions comme synonymes et voient dans l'exigence de bonne foi une manifestation particulière de celle de loyauté¹⁸⁶⁶.

Deux aspects opposent néanmoins loyauté et bonne foi. D'abord, la loyauté n'est affiliée qu'à l'acception objective de la bonne foi, et non à son sens subjectif, qui renvoie à

¹⁸⁵⁸ J.-L. RIVES-LANGE, « Le devoir de loyauté. Rapport de Synthèse », *Gaz. Pal.* 5 déc. 2000, p.80 et s., *spéc.* p.81.

¹⁸⁵⁹ Y. LOUSSOUARN, « La bonne foi. Rapport de synthèse », in *Travaux de l'association Henri Capitant*, t.43, 1992, p.7 et s., *spéc.* p.12 ; Ph. Le TOURNEAU, M. POUMARÈDE, « Bonne foi », *Rép. civ.*, Dalloz, 2019, *spéc.* n°4.

¹⁸⁶⁰ R. JABBOUR, *La bonne foi dans l'exécution du contrat*, *op cit.*, n°143 et s.

¹⁸⁶¹ R. JABBOUR, *La bonne foi dans l'exécution du contrat*, *op cit.*, n°151.

¹⁸⁶² Art. 1104 Code civ.

¹⁸⁶³ Ph. Le TOURNEAU et M. POUMARÈDE, « Bonne foi », *préc.*, n°19.

¹⁸⁶⁴ Y. PICOD, *Le devoir de loyauté dans l'exécution du contrat*, *op. cit.*, n°6 ; G. FLECHEUX, « Renaissance de la notion de bonne foi et de loyauté dans le droit des contrats », in *Mélanges en l'honneur de Jacques Ghestin*, LGDJ, 2001, p.341 ; Ph. Le TOURNEAU et M. POUMARÈDE : « Bonne foi », *op cit.*, n°4 et n°87. Le Vocabulaire juridique Cornu définit d'ailleurs la bonne foi comme le « comportement loyal que requiert l'exécution d'une obligation » (v. « Bonne foi » in *Vocabulaire juridique*, *op cit.*).

¹⁸⁶⁵ F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques », *op cit.*, n°1026 ; M. NUSSENBAUM, « L'analyse économique de la loyauté et des mécanismes des réparations de la déloyauté », *Gaz. Pal.* 24 mai 2012, p.34, *spéc.* n°2.

¹⁸⁶⁶ J. GHESTIN, G. LOISEAU, Y.-M. SERINET, *La formation du contrat, le contrat, le consentement*, t.1, 4^e éd., LGDJ, 2013, n°457 ; J. WATHELET, *La loyauté en droit de la propriété intellectuelle*, préf. L. Merland et D. Poracchia, PUAM, 2019, n°6 ; J.-B. GALVIN, *Les conflits d'intérêts en droit financier*, préf. A. Couret, IRJS, 2016, n°317. Des auteurs considèrent à l'inverse que c'est de l'exigence de bonne foi que découle le principe de loyauté, v. D. GUEVEL, « La perte des repères terminologiques : confusion des sources et des concepts », *LPA* 24 nov. 2011, p.5, *spéc.* n°36 ; Ph. TERRÉ, Ph. SIMLER, Y. LEQUETTE, F. CHÉNÉDÉ, *Droit civil, Les obligations*, *op cit.*, n°598 ; B. FAGES, *Droit des obligations*, 13^e éd., LGDJ, 2023, n°278 et n°279.

l'ignorance excusable et à la croyance erronée en une situation juridique régulière¹⁸⁶⁷. Ensuite, déloyauté et mauvaise foi ne sont pas parfaitement synonymes. Si l'on peut agir de mauvaise foi, et commettre en conséquence un acte déloyal, la déloyauté peut également être caractérisée sans que son auteur ait pour autant conscience de l'incorrection de son action. Le caractère déloyal d'un comportement n'implique pas de caractériser l'intention maligne ou la volonté de nuire. Dans le cadre d'une action en concurrence déloyale, la jurisprudence sanctionne ainsi l'atteinte à l'équilibre du marché sans rechercher les intentions qui ont présidé à ce déséquilibre¹⁸⁶⁸. Le constat est identique en droit processuel : contrairement à la mauvaise foi, l'exigence de loyauté sanctionne moins la malhonnêteté intellectuelle que la contradiction objective des comportements d'un même requérant¹⁸⁶⁹. Agir de façon déloyale ne revient donc pas toujours à agir de mauvaise foi.

599. La déloyauté n'est pas l'abus de droit ou la fraude à la loi. Loyauté, abus et fraude sont intimement intriqués. Il arrive donc que la jurisprudence financière assimile déloyauté et agissements frauduleux¹⁸⁷⁰. Pourtant, ces différentes notions ne se confondent pas entièrement. La fraude à la loi exige une intention frauduleuse et un comportement qui entend échapper à l'application d'une règle obligatoire « par l'emploi à dessein d'un moyen efficace qui rend ce résultat inattaquable sur le terrain du droit positif »¹⁸⁷¹. Le devoir de loyauté s'apprécie lui non pas vis-à-vis d'une norme, mais vis-à-vis des destinataires de ce devoir. La fraude est dirigée contre la loi et vise à tirer parti d'une règle juridique. La déloyauté, elle, est dirigée contre un ou plusieurs titulaires de droits particuliers.

De la même façon, si la déloyauté se rapproche de l'abus de droit en ce qu'elle peut en être l'expression, les deux notions ne coïncident pas. Contrairement à l'abus, qui suppose le détournement du droit de sa fonction primaire et impose d'apprécier l'adéquation d'une règle à sa fonction sociale, le devoir de loyauté ne s'apprécie pas au regard d'une norme juridique. Alors que l'abus et la fraude supposent le détournement, à dessein, d'une règle de droit et

¹⁸⁶⁷ D. GUEVEL, « La perte des repères terminologiques : confusion des sources et des concepts », *préc.*, n°36 ; J. WATHELET, *La loyauté en droit de la propriété intellectuelle*, *op cit.*, n°6 ; Y. PICOD, *Le devoir de loyauté dans l'exécution du contrat*, *op cit.*, n°8.

¹⁸⁶⁸ Pour une illustration v. Cass. Com., n°97-19.957, 25 janv. 2000 ; CCC avr. 2000, comm. 63, note M. Malaurie-Vignal. *Adde* A. COURET, « Observations liminaires », *Gaz. Pal.* 24 mars 2007, p.732 et s., *spéc.* p.733-734.

¹⁸⁶⁹ D. HOUTCIEFF, « Quelle sanction pour la contradiction ? », *RLDC* juill.-août 2005, p.5, *spéc.* n°9.

¹⁸⁷⁰ Ainsi, dans l'affaire BNP-Paribas, la Cour d'appel de Paris a défini la déloyauté comme « une entrave au libre jeu des offres [...] par le recours à des manœuvres ou des moyens détournés mis en œuvre dans des conditions illicites, occultes ou frauduleuse » (CA Paris, 17 juin 1999, *préc.*). Plus récemment, la Commission des sanctions a également assimilé la déloyauté à la fraude en énonçant qu'un mécanisme constituait un « contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière [...] révélant ainsi une fraude à la loi » (AMF, Com. Sanct, SAN-2011-02, 13 déc. 2010, *préc.*).

¹⁸⁷¹ J. VIDAL, *Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français : le principe "fraus omnia corrumpit"*, préf. G. Marty, Dalloz, 1957, p.269.

s'apprécient en considération de la finalité de la norme, la loyauté intervient à un degré distinct : au niveau des titulaires de droit et de leurs attentes légitimes.

Ces distinctions opérées, il faut maintenant rechercher ce que l'exigence de loyauté recouvre positivement.

II. La délimitation positive de la loyauté

600. L'évolution du sens attaché à l'exigence de loyauté. Les sens attachés à l'exigence de loyauté n'ont cessé de varier, à tel point que la définition qu'elle reçoit actuellement n'a, semble-t-il, plus grand-chose de commun avec celle qu'elle revêtait traditionnellement. Initialement comprise comme la simple expression de la légalité, en ce que se comporter loyalement signifiait agir conformément à la loi¹⁸⁷², l'exigence de loyauté s'est peu à peu départie de cette acception pour prendre une tournure plus morale. Au-delà de l'obéissance à la règle de droit, agir loyalement est alors devenue synonyme de probité et de droiture¹⁸⁷³. La notion entre dans le champ lexical de la chevalerie : « cette loyauté est fidélité jusqu'à la mort, sens de la parole donnée, respect de l'engagement. Elle participe de l'honneur, le comportement de l'homme est un, conforme à sa parole »¹⁸⁷⁴. Sa connotation éthique apparaît : l'exigence de loyauté serait l'une des manifestations de la pénétration du droit par la morale. Appréhender concrètement cette loyauté-fidélité s'avère néanmoins difficile, tant les qualités qu'on lui prête reflètent un état d'esprit plus que de réelles directives d'action.

Un sens nouveau s'attache désormais à l'exigence de loyauté. Comme l'a souligné Madame Julie Klein, « plus récemment, la loyauté a semblé délaissé les rives de la morale ou de la solidarité pour s'arrimer à une analyse plus économique du contrat »¹⁸⁷⁵. Sous ce nouvel aspect, la loyauté devient un élément générateur de la confiance sur le marché, qui stimule la consommation et réduit les systèmes d'autoprotection¹⁸⁷⁶. La loyauté acquiert alors une dimension particulière, et devient vectrice de sécurité. Elle prend la forme d'une « loyauté-sécurité »¹⁸⁷⁷ dont il est possible de dégager trois caractéristiques.

¹⁸⁷² V. *supra* n°597.

¹⁸⁷³ V. « loyauté », in *Grand Larousse universel*, 1993.

¹⁸⁷⁴ L. AYNÈS, « Le devoir de loyauté », *préc.*, p.196.

¹⁸⁷⁵ J. KLEIN, « La loyauté en droit des contrats », *Justice & Cassation*, 2014, p.77, *spéc.* n°10.

¹⁸⁷⁶ M. NUSSENBAUM, « L'analyse économique de la loyauté et des mécanismes de réparation de la déloyauté », *préc.*, n°9.

¹⁸⁷⁷ J. KLEIN, « La loyauté en droit des contrats », *préc.*, n°10.

La loyauté touche à la prévisibilité. En ce qu'elle contribue à bâtir la confiance dans le marché, l'exigence de loyauté impose le respect d'une attitude cohérente permettant à autrui de déterminer en conséquence sa propre conduite. Autrement dit, être loyal c'est avant tout adopter un cadre de conduite prévisible¹⁸⁷⁸. La loyauté s'oppose aux « comportements à rebours de nature à perturber les prévisions rationnelles »¹⁸⁷⁹. Elle se rapproche dès lors de l'exigence de cohérence¹⁸⁸⁰, et du concept de confiance légitime¹⁸⁸¹. Ainsi comprise, la loyauté pose une norme générale de comportement qui prohibe la duplicité et l'incohérence comportementale. Cette acception de la loyauté se retrouve dans plusieurs décisions récentes. Dans un arrêt du 22 mai 2019, la Cour de cassation a ainsi considéré que le devoir de loyauté de l'administrateur d'une société mère qui siège également dans le conseil d'administration de la société fille, lui impose de voter dans la filiale dans le sens qui donne effet aux décisions du conseil d'administration de la société mère¹⁸⁸². Si cette obligation de vote conforme est justifiée par l'intérêt du groupe, elle s'explique aussi par le devoir de cohérence qui découle de l'exigence de loyauté¹⁸⁸³. Plus récemment, le Tribunal de commerce de Paris a considéré que « la loyauté implique de manière absolue que l'administrateur n'agisse que dans le seul intérêt de la société en faisant abstraction complète de son intérêt propre ou de celui d'une autre société dont il est le dirigeant ». Le tribunal affirma en conséquence que violait cette exigence l'administrateur d'une société cotée, également dirigeant d'une autre société, et qui, pour mettre en œuvre un projet de rapprochement entre ces deux sociétés, sollicitait clandestinement de la banque chargée de préparer un projet de rapprochement concurrent, la fourniture d'informations permettant de le faire échouer¹⁸⁸⁴. C'est encore l'incohérence entre la conduite attendue et celle observée qui est réprimée sur le terrain de la loyauté.

¹⁸⁷⁸ L. AYNÈS, « Synthèse, colloque loyauté et impartialité en droit des affaires », *Gaz. Pal.* 24 mai 2012, p.84 et s., *spéc.* p.85.

¹⁸⁷⁹ J. KLEIN, « La loyauté en droit des contrats », *préc.*, n°10.

¹⁸⁸⁰ D. HOUTCIEFF, *Le principe de cohérence en matière contractuelle*, préf. H. Muir Watt, t.1 et 2, PUAM, 2001 ; « Essai de maïeutique juridique : la mise au jour du principe de cohérence », *JCP G* nov. 2009, p.42.

¹⁸⁸¹ Ph. BRUNSWICK, « Tentative de définition du devoir de loyauté », *Cah. dr. entr.* 2016/1, p.19 et s., *spéc.* p.21 ; J.-B. GALVIN, « Constance et permanence des conflits d'intérêts », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz et Francis Lefebvre, 2020, p.947 et s., *spéc.* p.952.

¹⁸⁸² Cass. Com., n°17-13.565, 22 mai 2019 ; *Bull. Joly Soc.* oct. 2019, p.8, note A. Gaudemet ; *JCP G* 2019, 774, obs. B. Dondero ; *RTD Com.* 2019, p.689, note J. Moury ; *Dr. Soc.* juill. 2019, comm. 121, note R. Mortier ; *Dr. Soc.* août 2019, comm. 149, note J.-F. Hamelin ; *Rev. Soc.* 2019, p.681, note J. Delvallée ; *Gaz. Pal.* 24 sept. 2019, p.55, note M. Roussille ; *D.*2019, p.1316, note D. Schmidt.

¹⁸⁸³ B. DONDERO, « La devise du dirigeant (de filiale) : loyauté, cohérence et intérêt social ! », *JCP G* 2019, 774, *spéc.* p.1362 ; J.-F. HAMELIN, « L'obligation de vote conforme de l'administrateur au sein d'un groupe de sociétés », *Droit Soc.* août 2019, comm. 149, *spéc.* p.28.

¹⁸⁸⁴ TC Paris, n°2019/036759, 10 nov. 2020 ; *JCP G* 2021, 120, note S. Schiller ; *JCP E* 2021, 1087, note D. Schmidt ; *Bull. Joly Soc.* janv. 2021, p.19, note B. Fages ; *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2021, doss. 20, note H. Synvet.

601. La loyauté se conçoit dans l'altérité. L'exigence de loyauté a pour autre caractéristique de ne se concevoir que dans l'altérité. Elle s'applique nécessairement au comportement d'une personne envers une autre¹⁸⁸⁵. En ceci, elle est « inséparable de la relation à l'autre »¹⁸⁸⁶. L'exigence jouant toujours envers autrui, elle s'applique aux acteurs et non aux opérations financières. À proprement parler, il n'y a donc pas de « loyauté des offres », mais seulement une loyauté attendu des acteurs qui participent aux offres. Les liens entre la loyauté et les opérations financières sont identiques à ceux qu'entretiennent la morale et le marché. L'économie et les offres publiques sont amORALES parce qu'elles ne sont que des outils : « demander à l'économie d'être morale revient à demander à un tuyau d'être gentil »¹⁸⁸⁷.

602. La loyauté est susceptible de degrés. Contrairement à la mauvaise foi, la fraude et l'abus qui ne peuvent être caractérisés sans intention maligne, la loyauté s'apprécie *in abstracto* et ne suppose pas d'avoir conscience du caractère déloyal de son action. Une contradiction objective entre un comportement et les prévisions légitimes de celui-ci suffit à caractériser la déloyauté¹⁸⁸⁸. Ce caractère objectif, et l'idée de mesure qui en découle permettent de comprendre pourquoi la loyauté est parfois qualifiée de standard¹⁸⁸⁹. Cela explique également pourquoi la loyauté est susceptible de degrés et emporte des exigences variables en fonction des rapports en cause¹⁸⁹⁰. Ainsi, le principe se manifeste tantôt négativement, via des devoirs d'abstention, tantôt via des obligations positives, impliquant l'adhésion à des principes d'action¹⁸⁹¹. En pratique toutefois, l'exigence de loyauté se manifeste bien plus par des obligations d'abstention que par des actes positifs¹⁸⁹². Le système juridique envisage ainsi essentiellement « le devoir de loyauté en tant qu'absence d'attitude déloyale, c'est-à-dire de façon négative »¹⁸⁹³.

¹⁸⁸⁵ J.-B. GALVIN, *Les conflits d'intérêts en droit financier*, *op cit.*, n°316 ; I. TCHOTOURIAN, « La sanction des conflits d'intérêts à travers la déloyauté : approche française et nord-américaine du devoir de loyauté », *Bull. Joly Bourse* déc. 2008, p.599 et s., *spéc.* p.605.

¹⁸⁸⁶ L. AYNÈS, « L'obligation de loyauté », *préc.*, p.195.

¹⁸⁸⁷ J.-M. VITTORI, « Quand l'économie devient morale », *Les Échos* 2 févr. 2004, p.12.

¹⁸⁸⁸ D. HOUTCIEFF, « Quelle sanction pour la contradiction ? », *préc.*, n°9 ; D. GUÉVEL, « La perte des repères terminologiques : confusion des sources et des concepts », *préc.*, n°37.

¹⁸⁸⁹ Y. PICOD, *Le devoir de loyauté dans l'exécution du contrat*, *op cit.*, n°72.

¹⁸⁹⁰ Monsieur Laurent Aynès distingue ainsi, suivant les degrés progressifs de l'altérité, différents niveaux de loyauté selon que l'on se place dans une relation de confiance, de méfiance ou conflictuelle (L. AYNÈS, « L'obligation de loyauté », *préc.*, p.199 et s.).

¹⁸⁹¹ G. P. FLETCHER, « Loyauté » in *Dictionnaire d'éthique et de philosophie morale*, (dir.) M. Canto-Sperber, PUF, 1996, p.874.

¹⁸⁹² Pour un auteur, les manifestations du devoir de loyauté sont même toujours négatives (L. AYNÈS, « L'obligation de loyauté », *préc.*, p.197).

¹⁸⁹³ Y. PICOD, *Le devoir de loyauté dans l'exécution du contrat*, *op cit.*, n°12.

603. Synthèse. En droit économique, la loyauté peut ainsi être définie comme une norme générale de conduite prohibant, à des degrés d'application divers, la duplicité et l'incohérence comportementale afin de protéger les attentes légitimes d'autrui¹⁸⁹⁴.

§2. Les implications du principe de loyauté en droit des offres

604. Annonce. Le cadre juridique des offres est longtemps resté silencieux quant à l'existence d'un principe de loyauté. Ce mutisme est révolu. Le Règlement général de l'AMF et la jurisprudence imposent désormais à tout participant à une offre de respecter l'impératif de loyauté dans la compétition (I) et les transactions (II).

I. La loyauté dans la compétition

605. L'apparition du principe en droit des offres. Absent des principes énoncés par la décision générale du 25 juillet 1978 et de ceux du Règlement n° 89-03 de la COB, il fallut patienter jusqu'à l'homologation du Règlement général du Conseil des marchés financiers par l'arrêté du 5 novembre 1998 pour voir l'impératif de loyauté accéder à la qualification de principe général des offres¹⁸⁹⁵. En jurisprudence, le constat est identique : il faut attendre l'affaire CSEE pour que la loyauté soit présentée comme un principe général¹⁸⁹⁶, puis l'affaire de la Sucrierie Briennon pour que les magistrats soulignent la nécessité, pour les autorités financières, d'apprécier « la régularité d'une offre publique au regard de la loyauté »¹⁸⁹⁷. Le principe est dorénavant inscrit au fronton de la réglementation des offres, à l'article 231-3 du RG AMF qui dispose que « toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter [...] la loyauté dans les transactions et la compétition »¹⁸⁹⁸.

¹⁸⁹⁴ Pour des définitions proches v. J. WATHELET, *La loyauté en droit de la propriété intellectuelle*, op cit, n°14 ; L. MARIGNOL, *La prévisibilité en droit des contrats*, (dir.) J. Julien, Toulouse, 2017, spéc. n°241 à n°246.

¹⁸⁹⁵ Art. 5-1-1 anc. RG CMF.

¹⁸⁹⁶ CA Paris, 20 nov. 1991, *Quadral c. Finmeccanica*, préc.

¹⁸⁹⁷ CA Paris, n°9317254, 27 oct. 1993, préc.

¹⁸⁹⁸ La loyauté en droit des offres est également mentionnée à l'article L.433-3 III du Code mon. fin. qui oblige l'initiateur d'une offre sur une société qui détient plus des trois dixièmes du capital ou des droits de vote d'une filiale, française ou étrangère, qui fait figure d'actif essentiel, de lancer une offre publique « irrévocable et loyale » sur les titres de cette dernière. La lecture des travaux parlementaires montre cependant que cette référence à la loyauté est trompeuse. Loin de rappeler le principe de loyauté des transactions et de la compétition, la référence vise à assurer que le projet soit suffisamment sérieux pour que l'offre ait une chance d'aboutir, notamment s'agissant du prix proposé et/ou de la parité retenue (Ph. BOUILLON, *Rapport A.N n°2342*, 25 mai 2005, p.210).

Pourtant, si l'impératif de loyauté n'émerge explicitement qu'au milieu des années 1990, il apparaît de façon détournée, via les traits de la bonne foi, dès l'origine de la réglementation des offres. On en trouve ainsi trace au sein de l'avis du 13 janvier 1970 de la COB, qui précise que « les offres doivent être faites de bonne foi, c'est-à-dire qu'elles doivent tendre au but qu'elles déclarent viser, et non rechercher des effets secondaires plus ou moins dissimulés »¹⁸⁹⁹, exigence qui ne manquera d'ailleurs pas d'être reprise par les juges¹⁹⁰⁰. Plus encore, au début du XX^{ème} siècle, la chambre syndicale des agents de change disposait déjà, du pouvoir de refuser, suspendre ou interdire la négociation de valeurs sur le marché pour assurer « la sincérité et la loyauté des opérations de bourse »¹⁹⁰¹.

606. La confusion entre loyauté et liberté. Généralement présentée comme le dénominateur commun à l'ensemble des principes¹⁹⁰² ou comme le principe fédérateur du droit des offres¹⁹⁰³, la loyauté ferait figure de pierre angulaire de la réglementation. Les règles relatives aux offres concurrentes et aux surenchères en constitueraient des expressions particulières¹⁹⁰⁴. En s'appuyant sur la tendance de l'autorité de marché à user indifféremment des termes de loyauté¹⁹⁰⁵, de liberté¹⁹⁰⁶ et d'égalité¹⁹⁰⁷, des auteurs considèrent néanmoins que le principe de loyauté se confondrait avec celui de liberté des offres et des surenchères¹⁹⁰⁸ et n'exprimerait, au fond, qu'une « préoccupation identique sous un intitulé différent »¹⁹⁰⁹. Il est néanmoins difficile de souscrire à ces analyses. En effet, le principe de loyauté revêt une portée propre qui ne se confond pas avec celle du principe du libre jeu. Alors que le premier assure une certaine cohérence des comportements, le second fait obstacle à la mise en œuvre de défenses absolues et maintient un certain degré de contestabilité des offres¹⁹¹⁰. Le respect

¹⁸⁹⁹ COB, *déc. générale relative aux offres publiques*, 13 janv. 1970, *préc.*

¹⁹⁰⁰ TC Paris, 23 févr. 1988, *Sté Schneider SA et autres c/ La Télémechanique* ; *JCP E* 1988, II, 15242, note Th. Forschbach. Conf. par CA Paris, 18 mars 1988; *JCP E* 1988, II, 15248, note Th. Forschbach ; *Gaz Pal.* 5 juill. 1988, p.461, note J.-P. Marchi ; *RTD Com.* 1989, p.77, note Y. Reinhardt. V. aussi TC Nîmes, 6 mars 1992, *préc.*

¹⁹⁰¹ P. TANDONNET, *Des agents de change, leur rôle économique - leurs responsabilités*, Y. Cadoret, 1900, p.73-74.

¹⁹⁰² F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres », *op cit.*, n°1026.

¹⁹⁰³ M.-N. DOMPÉ, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *préc.*, n°17 ; J.-M. DARROIS, M.-N. DOMPÉ, « Le contentieux des offres publiques », *op cit.*, n°179.

¹⁹⁰⁴ N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, « OPA-OPE : présentation générale », *préc.*, n°190.

¹⁹⁰⁵ COB, *Rapport annuel* 1997, p.94.

¹⁹⁰⁶ COB, *Rapport annuel* 1994, p.192.

¹⁹⁰⁷ COB, *Rapport annuel* 1997, p.95.

¹⁹⁰⁸ M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain : De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, *op cit.*, n°1055 ; Th. BONNEAU, P. PAILLER, et alii, *Droit financier*, *op cit.*, n°1141.

¹⁹⁰⁹ A. GAUDEMET, « Club Méditerranée : du mauvais usage de la surenchère automatique en matière boursière », *préc.*, n°10.

¹⁹¹⁰ V. *supra* n°533 et n°548 et s.

du principe de loyauté emporte ainsi une contrainte différente de celui de libre compétition¹⁹¹¹. Le libre jeu des offres et surenchères et la loyauté sont des exigences distinctes, « et il n'est pas de bonne méthode de définir l'un par l'autre »¹⁹¹².

607. La portée de la loyauté dans la compétition : L'affaire BNP-Paribas. Pour saisir la portée du principe de loyauté dans la compétition, il convient de revenir sur le premier contentieux à l'occasion duquel il fut mobilisé. L'affaire débute le 1^{er} février 1999, lorsque la Société Générale décide de déposer un projet amical d'offre publique d'échange sur les actions de la banque Paribas. Craignant pour sa place face à la superstructure qui résulterait de ce rapprochement, la société BNP lança une contre-offre sur les actions Paribas ainsi qu'une offre d'échange non sollicitée sur les titres de la Société Générale, tout en se réservant la faculté de ne pas y donner suite dans l'hypothèse où elle ne réussirait pas, à l'issue de ces offres, à détenir 50,01 % du capital de chacune des sociétés visées. Le Conseil des marchés financiers déclara recevable la double offre déposée par deux décisions en date du 16 mars 1999¹⁹¹³. La Société Générale et Paribas formulèrent plusieurs griefs à l'encontre des décisions de recevabilité rendues¹⁹¹⁴. Seul le grief portant sur la violation de l'exigence de loyauté dans la compétition nous retiendra ici. À travers celui-ci, les requérants soutenaient que les manœuvres de BNP étaient déloyales aux motifs que les offres initiées par elle exprimaient seulement la volonté de faire obstacle à l'offre antérieure de la Société Générale et n'avaient pas pour finalité de prendre le contrôle des sociétés visées. Ne donnant aucun crédit à ces affirmations, le Conseil des marchés financiers indiqua que le projet déposé par la BNP, qui ne relève d'aucun comportement illicite dans la compétition, était conforme au principe de loyauté. La Cour d'appel de Paris confirma l'appréciation livrée par le Conseil. Elle estima que la déloyauté s'entendait « comme une entrave au libre jeu des offres et des surenchères, par le recours à des manœuvres ou des moyens détournés mis en œuvre dans des conditions illicites, occultes ou frauduleuses » avant de rejeter les recours formés en estimant que le fait de déposer simultanément deux offres distinctes dont l'une vise à acquérir les titres d'une société elle-même initiatrice d'une offre concurrente n'était pas en soi déloyal¹⁹¹⁵. Si le cas d'espèce n'a pas permis au principe de déployer ses effets, l'arrêt précise néanmoins la portée de l'exigence de loyauté et appelle à ce titre trois observations.

¹⁹¹¹ Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres publiques d'acquisition – État des lieux » *préc.*, n°8.

¹⁹¹² A. VIANDIER, « Épilogue de l'affaire Prologue », *Rev. Soc.* 2021, p.450, *spéc.* n°32.

¹⁹¹³ CMF, déc. n°199C0303, 16 mars 1999, *Paribas* ; déc. n°199C0304, 16 mars 1999, *Société Générale*.

¹⁹¹⁴ Sur lesquelles v. F. BUCHER, « De la validité d'une double offre publique d'échange pour un « projet de banque à trois », *Rev. Soc.* 1999, p.629.

¹⁹¹⁵ CA Paris, 17 juin 1999, *préc.*

608. La lecture de l'attendu frappe d'abord par la difficulté qu'a éprouvée la cour d'appel à déterminer la teneur du principe de loyauté. En affirmant que la déloyauté s'entendait de moyens détournés mis en œuvre dans des conditions « illicites » ou « frauduleuses », la solution laisse à penser que la déloyauté n'est finalement qu'une nouvelle perruque portée par des têtes déjà connues. Derrière l'enchevêtrement des termes, la définition retenue pour caractériser un acte déloyal apparaît même plus restrictive que celle usuellement retenue en droit commercial¹⁹¹⁶.

609. Cette première observation doit toutefois être nuancée. Si la jurisprudence ne s'est pas directement référée à l'idée de cohérence comportementale, l'examen des termes employés montre que c'est bien cette idée qui sous-tend la position de la cour d'appel. Les références au caractère « occulte » des actes, « aux manœuvres » ainsi qu'aux « moyens détournés » témoignent que c'est le fait de cacher ses réelles intentions et de changer brusquement son tracé initial qui est considéré comme déloyal. Le principe ne fait pas obstacle à la liberté de se raviser dès lors que les manifestations de volonté successives sont conciliables au sein d'une personne raisonnable¹⁹¹⁷. La loyauté dans la compétition interdit seulement à l'initiateur d'une offre d'adopter un comportement incohérent qui viendrait contredire les prévisions rationnelles des investisseurs et des concurrents.

610. Une dernière remarque doit être formulée en conséquence. Si aucune déloyauté n'a été constatée dans la présente affaire, la décision rendue est tout de même porteuse de virtualités. À partir d'elle, l'on peut concevoir des situations dans lesquelles une déloyauté dans la compétition pourrait être caractérisée. Il serait d'abord possible de considérer comme déloyal le comportement d'un initiateur qui, à la suite d'un premier projet d'offre, déposerait à son tour une offre sur la société visée et lancerait une offre parallèle sur les titres de l'initiateur de la première offre pour inciter ce dernier à renoncer à son offre ainsi qu'à toute surenchère. On peut aussi supposer qu'une offre assortie d'un seuil de caducité conventionnelle extrêmement élevé et qui ne viserait pas à acquérir le contrôle d'une société, mais à perturber les prévisions de l'initiateur d'un projet concurrent, serait également contraire au principe de loyauté dans la compétition¹⁹¹⁸.

¹⁹¹⁶ M.-N. DOMPÉ, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *préc.*, n°18.

¹⁹¹⁷ D. HOUTCIEFF, « Le principe de cohérence, 20 ans après », in *Mélanges en l'honneur de Jacques Mestre*, LGDJ, 2019, p.533, *spéc.* n°8.

¹⁹¹⁸ Pour d'autres stratagèmes envisagés v. F. BUCHER, « De la validité d'une double offre publique d'échange pour un projet de banque à trois », *préc.*, p.639-640.

II. La loyauté dans les transactions

611. Annonce. La loyauté ne s'arrête pas aux portes des surenchères et ne conforte pas seulement le principe de libre compétition. Comme l'indique la lettre de l'article 231-3 du RG AMF, le principe comporte un autre versant : celui de la loyauté dans les transactions à laquelle sont tenus les initiateurs d'une offre (A), les titulaires des titres concernés par l'offre (B), et les sociétés visées par une offre (C).

A. La loyauté dans les transactions et l'initiateur d'une offre

612. La portée du principe vis-à-vis de l'initiateur d'une offre. Le terme « transaction » désigne toute opération sur valeurs ou marchandises¹⁹¹⁹. Partant, la loyauté dans les transactions implique une certaine franchise de la part de l'initiateur dans les opérations qu'il entreprend¹⁹²⁰. L'arrêt du 2 mai 2023 relatif à l'offre publique déposée par l'État français sur EDF rapproche expressément incohérence de l'initiateur et exigence de loyauté¹⁹²¹. En vertu de ce principe, l'initiateur doit s'abstenir de toute duplicité et demeurer cohérent dans les démarches qu'il entreprend.

613. Les applications contentieuses du principe. Le contentieux ayant opposé la société H. Finance et participations (« HFP ») aux actionnaires de la société Hubert Industries constitue une illustration de la loyauté exigée de l'initiateur d'une offre publique. En l'espèce, la société HFP, après avoir acquis le contrôle de la société Hubert Industries, refusa de mettre en œuvre une garantie de cours. Après de multiples mises en demeure et condamnations judiciaires, le président du TGI de Paris ordonna à HFP de déposer un projet d'offre conforme aux prescriptions du Conseil des bourses de valeur sous astreinte de 10 000 francs par jour de retard¹⁹²². À la suite de cette décision, HFP se résigna à présenter un projet d'offre libellé au prix exigé par les autorités de marché. Deux semaines plus tard, l'initiateur prit toutefois l'initiative d'adresser à 47 actionnaires de la société visée une lettre mettant en avant les risques d'échecs de l'offre ainsi que les éventuels remboursements qui

¹⁹¹⁹ V. « transaction » in *Voc. Jur Cornu, op. cit.*

¹⁹²⁰ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financier et droit des contrats, op cit.*, n°595 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°61. On notera toutefois que pour Monsieur Alain Viandier, le principe de loyauté dans les transactions implique aussi que l'initiateur s'interdise de réaliser certains délits et s'abstienne de toute fausse déclaration. Ces interdictions découlant moins de l'exigence de loyauté que de l'obligation de se conformer à la loi, elles ne seront pas abordées dans le cadre des futurs développements.

¹⁹²¹ CA Paris, n°22/19729, 2 mai 2023, *préc.*, n°106.

¹⁹²² TGI Paris, 5 août 1994, *JCP E* 1994, II, 623, obs. A. Viander ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1994, p.597, note C. Ducouloux-Favard ; *Dr. Soc.* déc. 1994, comm. 209, note H. Hovasse

incomberaient aux actionnaires, dans le cas de figure où les pourvois en cassation formés contre les différentes décisions judiciaires prospéreraient. L’initiateur se proposait alors de verser aux actionnaires une indemnité forfaitaire largement inférieure à celle proposée dans le cadre de son offre. En contrepartie, les actionnaires devaient, en réponse à la lettre, renoncer à apporter leurs titres à l’offre. Voyant dans cette proposition une manœuvre déloyale de la part de l’initiateur, les actionnaires de la société visée saisirent la COB pour faire constater un manquement aux principes généraux des offres. L’autorité observa que toute offre « commande la loyauté de la part de ceux qui l’initient » avant d’estimer que la sollicitation faite, « eût-elle été présentée comme une proposition de “transaction” pour éviter un éventuel contentieux lié aux recours exercés par la société HFP, est prohibée par les articles 3 et 6 du règlement [général] »¹⁹²³. Elle condamna en conséquence HFP au versement d’une amende de 250 000 francs. Parce que l’exigence de loyauté proscrie toute duplicité susceptible d’attenter aux prévisions légitimes d’autrui, l’initiateur d’une offre publique ne peut formuler une sollicitation occulte, réservée à quelques actionnaires et visant à faire échec à l’offre officielle qu’il initie par ailleurs. L’incohérence comportementale dont avait fait preuve l’initiateur suffisait donc, en l’espèce, à appeler une sanction sur le fondement de la loyauté des transactions¹⁹²⁴.

614. Une autre référence au principe de loyauté dans les transactions apparaît à la lecture de la décision O2i du 2 avril 2015¹⁹²⁵. Appelée à se prononcer sur le projet d’offre publique d’échange déposé par Prologue sur les titres de la société O2i, l’AMF rejeta la demande de l’initiateur. Si différents arguments motivèrent la décision de non-conformité¹⁹²⁶, le dernier point soulevé par l’autorité est particulièrement riche d’enseignements. L’AMF observa en effet que l’initiateur de l’offre, pourtant désireux d’acquérir le contrôle de la cible, demandait « à être exonéré du seuil de caducité à 50 % du capital ou des droits de vote d’O2i », mais concluait en parallèle « des contrats d’apports en nature avec des actionnaires de la société O2i portant sur environ 9,6 % du capital de celle-ci, ce qui pourrait le conduire à n’obtenir qu’une position d’actionnaire minoritaire au sein d’O2i ». Devant le comportement de cet initiateur, qui souhaitait officiellement acquérir la majorité du capital de la société cible, mais semblait officieusement se contenter du simple contrôle de fait, l’autorité releva « un manque de cohérence dans les objectifs annoncés ». Pour rejeter la conformité de l’offre déposée, l’AMF prit donc en compte l’inadéquation entre la conduite objectivement attendue de

¹⁹²³ COB, Com. Sanct., 11 avr. 1995, *Société H. Finance et participations* ; COB Bull. mens. avr. 1995, n°290, p.17 ; Dr. Soc. juill. 1996, p.11, note H. Hovasse ; Bull. Joly Bourse sept. 1995, p.365, note N. Rontchevsky.

¹⁹²⁴ N. RONTCHEVSKY, « La liberté contractuelle et la transaction à l’épreuve de la réglementation boursière », Bull. Joly Bourse sept. 1995, p.365, spéc. n°28.

¹⁹²⁵ AMF, déc. n°215C0390, 2 avr. 2015, préc.

¹⁹²⁶ V. *supra* n°487.

l'initiateur d'une offre et l'attitude de Prologue. Si le principe de loyauté n'est pas directement mentionné, c'est encore une fois l'incohérence, la contradiction dans l'action, qui justifie pour partie la position retenue par l'AMF.

615. Les suites de cette offre publique sur le terrain contentieux ont permis de préciser encore la portée du principe. Après avoir vu son offre déclarée irrecevable, la société Prologue rappela par un communiqué en date du 2 avril 2015 que tous les actionnaires et porteurs d'obligations convertibles en actions O2i avaient la possibilité de signer avec elle des traités individuels d'apport en nature. À la suite de cette communication, 18 traités d'apport furent conclus, ce qui permit à Prologue de détenir 45,95 % du capital de la société O2i. Devant cette extraordinaire montée au capital, les services de l'AMF reprochèrent à la société Prologue d'avoir publiquement sollicité les actionnaires d'O2i afin de réaliser une offre dans des conditions de transaction pour lesquelles l'AMF avait, le même jour, rendu une décision de non-conformité. Il était notamment reproché à Prologue de s'être sciemment affranchie du cadre destiné à garantir les principes d'intégrité du marché et de loyauté des transactions.

Pour contester ce grief, la société entendit démontrer que la conclusion des traités d'apport ne constituait pas le prolongement de l'offre déclarée irrecevable. Prologue soutint d'abord que le communiqué du 2 avril 2015 ne constituait qu'un simple rappel d'une proposition faite depuis plusieurs mois aux détenteurs de titres O2i, et qu'il ne s'agissait pas d'une nouvelle offre, mais du maintien d'une faculté ouverte aux actionnaires avant le dépôt de l'OPE. La société ajouta que les traités d'apport en nature, conclus de gré à gré, ne constituaient pas le maintien de l'offre mais la poursuite d'un projet de rapprochement par le biais d'une modalité alternative sur laquelle la décision de non-conformité était restée silencieuse. Elle fit également valoir que les traités d'apport conclus postérieurement au communiqué ne pouvaient être qualifiés « d'OPE irrégulièrement initiée », puisqu'ils étaient intervenus sur le fondement d'une résolution antérieure à la déclaration d'irrecevabilité de l'offre et que Prologue « n'avait pas pour objectif d'acquérir le contrôle majoritaire d'O2i grâce à la signature de ces traités individuels d'apport en nature ». Enfin, Prologue précisa que contrairement à une offre publique, qui passe nécessairement par une centralisation des ordres d'apport devant une entreprise de marché, les titres O2i avaient été échangés de gré à gré, au moyen de traités individuels. Partant, il était « matériellement impossible qu'une offre publique ait été ouverte du fait de ces traités ».

616. Convaincue par l'argumentaire, la Commission des sanctions considéra que « le communiqué du 2 avril 2015 manifestait la poursuite de la possibilité de conclure des traités d'apport de gré à gré, possibilité annoncée publiquement dès l'origine et qu'il n'était prévu de suspendre que pendant la période d'offre publique d'échange ». En publiant ce

communiqué, Prologue n'avait donc ni ouvert l'OPE qui avait fait l'objet d'une déclaration de non-conformité, ni proposé une nouvelle offre, mais avait seulement « poursuivi le projet de rapprochement avec O2i selon la modalité alternative proposée aux détenteurs de titres O2i depuis plusieurs mois »¹⁹²⁷.

La solution retenue peine à convaincre, tant le contournement de la réglementation semblait évident et l'atteinte à l'exigence de loyauté, flagrante. Certes, formellement, les agissements de la société Prologue n'ont pas conduit à réouvrir l'OPE déclarée irrecevable ou à mettre en œuvre une nouvelle offre. Comme le relève la Commission, les modalités retenues pour l'acquisition des titres O2i différaient de celles qui régissent la mise en œuvre d'une OPE. Pourtant, si d'un point de vue formel la stratégie retenue par Prologue n'avait rien d'une offre publique d'échange, intellectuellement, elle avait tout d'une offre publique « de fait ». Plusieurs éléments suffisaient à démontrer que l'option ouverte par Prologue aux actionnaires d'O2i prolongeait bien l'offre déclarée non conforme par l'AMF et bafouait la réglementation des offres. D'abord, l'offre faite aux actionnaires d'O2i par le biais du communiqué du 2 avril 2015 retenait la même parité que celle de l'offre déclarée irrecevable. Alors même que la décision de non-conformité avait souligné le caractère inéquitable de la parité d'échange, la société Prologue continua donc de proposer cette parité pour obtenir les actions qu'elle n'avait pu se voir apporter dans le cadre du projet d'offre, et obtint ainsi plus de 45 % du capital de la société O2i sans se plier aux contraintes propres au déroulement d'une offre. Il est étonnant que la Commission, qui se réfère à l'exigence de loyauté dans sa décision, n'ait pas jugé bon de mobiliser celle-ci pour autant.

617. Fort heureusement, la Cour d'appel de Paris réforma la solution. Dans un arrêt du 22 avril 2021, elle considéra que le comportement de Prologue constituait bien le prolongement de l'offre publique déclarée irrecevable et ce peu importe que la société mise en cause ait poursuivi sous couvert d'une qualification de « traités d'apport », un échange de titres qui « répond à la même finalité et s'appuie sur la même parité d'échange »¹⁹²⁸. Les juges affirmèrent en conséquence que la sollicitation de Prologue vis-à-vis des actionnaires de la société O2i, qui ne respectait pas le délai de 25 jours de négociation posé par la réglementation en matière d'offre volontaire et liait les cours des deux sociétés sur une période d'environ six mois, méconnaissait le principe de loyauté des transactions¹⁹²⁹. Considérant que ce comportement constituait « un contournement manifeste de la

¹⁹²⁷ AMF, Com. Sanct., SAN-2020-01, 31 déc. 2019, *Prologue, Le Quotidien de Paris Editions et M. Nicolas Miguët* ; RTDF 2020/1, p.129, chron. D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas et M. Epelbaum.

¹⁹²⁸ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°186.

¹⁹²⁹ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°194.

réglementation sur les offres publiques », la cour d'appel condamna Prologue à une amende de 750 000 euros¹⁹³⁰.

618. Les potentialités du principe. Outre ces illustrations, d'autres cas de figure seraient susceptibles de heurter le principe de loyauté. On peut par exemple songer à l'initiateur d'une offre qui, parallèlement à celle-ci, entreprendrait un doute sur la fermeté de ses intentions et sur sa volonté réelle de conquête du contrôle ; ou encore à l'initiateur d'une offre à bas prix, conditionnée à un seuil si important de réussite que le projet n'aurait qu'une chance infinitésimale de réussite et nuirait, par la confusion engendrée, aux attentes légitimes des titulaires de titres visés par l'offre. Enfin, et bien que rien n'impose à un offrant déçu de respecter un délai de décence avant de déposer une nouvelle offre, le principe de loyauté pourrait faire obstacle au dépôt d'une nouvelle offre par un initiateur persistant lorsque les raisons de son premier échec demeurent ou que l'opération est à peine clôturée. Le principe concrétiserait ainsi une ancienne position de la COB, qui considérait qu'une fois une offre clôturée, aucune offre nouvelle ne pouvait être présentée sur les mêmes titres par le même initiateur ou par une personne agissant pour son compte pendant un an, sauf pour s'opposer à une offre déposée par un tiers¹⁹³¹. Sans heurter les habitudes des initiateurs, qui respectent parfois un délai de viduité avant de procéder à une nouvelle offre, la plasticité du principe de loyauté contribuerait alors à rapprocher la réglementation française du *Takeover City Code*¹⁹³², sans pour autant fixer un délai invariable et abstrait¹⁹³³.

B. La loyauté des transactions et les titulaires de titres visés par l'offre

619. La portée du principe de loyauté vis-à-vis des destinataires d'une offre. La portée du principe de loyauté des transactions à l'égard des destinataires d'une offre publique est rarement précisée et pour cause : les titulaires des titres visés par une offre ne sont pas directement désignés comme débiteurs de l'impératif. En effet, l'article 231-3 du RG AMF exige seulement le respect de la loyauté par les « personnes concernées par l'offre », ce qui regroupe « l'initiateur et la société visée ainsi que les personnes ou entités agissant de concert avec l'un ou l'autre »¹⁹³⁴, et n'enveloppe curieusement pas les titulaires de titres de la société visée qui n'agiraient pas de concert avec elle ou l'initiateur. Cet état des choses n'est guère

¹⁹³⁰ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°206 et n°208.

¹⁹³¹ COB, *Rapport annuel 1977*, p.87-88.

¹⁹³² Art. 35 *Takeover City code*.

¹⁹³³ Pour une position proche v. O. HUYGUES DESPOINTES, S. ROBERT, « L'initiateur d'une offre publique dispose-t-il d'un fusil à deux coups ? », *Rev. Droit & Affaires* févr. 2022, p.188 et s., *spéc.* p.195

¹⁹³⁴ Art. 231-2 RG AMF.

surprenant, une étude ayant brillamment démontré qu'un devoir général de loyauté des actionnaires ne pouvait être déduit des manifestations particulières de la loyauté en droit des sociétés¹⁹³⁵. En droit des offres, une décision de justice conforte toutefois l'idée que les actionnaires de la société visée par une offre publique sont tenus d'agir loyalement.

620. L'application contentieuse du principe. Une expression de l'exigence de loyauté à laquelle se trouveraient soumis les destinataires d'une offre publique ressort d'une ordonnance de référée rendue à l'occasion de l'affaire Club Méditerranée. Après avoir obtenu le feu vert de l'AMF quant à leur projet d'offre, Ardian et Fosun, initiateurs de la première offre déposée sur les titres de la société Club Méditerranée, saisirent le Tribunal de commerce de Paris afin de sommer un actionnaire d'apporter ses titres à l'offre en cours. Pour justifier le bien-fondé de leur prétention, les requérants arguaient que l'actionnaire en question avait, à de nombreuses reprises et pendant plus d'une année, à l'oral comme à l'écrit, confirmé sa volonté d'apporter la totalité de ses actions et OCÉANE à l'offre. Ils soutenaient par conséquent que ledit actionnaire ne pouvait, sans se contredire et contrevenir à l'exigence de loyauté dans les transactions, révoquer sa décision huit jours avant la clôture de l'offre. Par ordonnance du 23 mai 2014, le Tribunal de commerce de Paris releva « qu'en laissant croire jusqu'au 15 mai 2014, soit pendant plus de 12 mois, [...] que sa décision d'apporter ses titres à l'Offre était définitive et en révoquant sa décision huit jours seulement avant la clôture de l'Offre, [l'actionnaire] a manqué de loyauté dans ses rapports avec ses interlocuteurs »¹⁹³⁶. Le tribunal confirma donc l'existence d'un devoir de loyauté auquel l'actionnaire d'une société visée par une offre se trouvait tenu¹⁹³⁷. L'imprévisible volte-face de l'actionnaire qui, après plus d'un an de promesse, brise l'espérance légitime de l'initiateur heurte ainsi le principe de loyauté, ce qui n'est d'ailleurs pas sans rappeler l'exigence qui régit la période des pourparlers, et qui impose de se comporter conformément à ce que l'on peut raisonnablement attendre d'un partenaire de négociation¹⁹³⁸.

¹⁹³⁵ R. DUMONT, *Les devoirs de l'actionnaires*, préf. B. Fages, LGDJ, 2022, n°304 et s.

¹⁹³⁶ TC Paris, n°2014/029401, 23 mai 2014.

¹⁹³⁷ Le manquement ne produisit toutefois aucun conséquence, le tribunal ayant considéré qu'il existait en l'espèce une contestation sérieuse excluant la compétence du juge des référés.

¹⁹³⁸ J. GUESTIN, G. LOISEAU, Y.-M. SERINET, *La formation du contrat, le contrat, le consentement, op cit.*, n°711.

C. La loyauté des transactions et la société visée par l'offre

621. La portée du principe de loyauté vis-à-vis de la société visée par l'offre. Par combinaison des articles 231-3 et 231-2 du RG AMF, la société dont les titres font l'objet d'une offre est tenue de respecter la loyauté dans les transactions. À notre connaissance, aucune décision n'a cependant précisé la portée du principe à l'égard de la société visée. Malgré ce silence, un raisonnement par analogie conduit à penser que le principe de loyauté astreint la société visée à agir de manière cohérente, en respectant les attentes légitimes du marché.

622. Les potentialités du principe. L'exigence de loyauté de la société visée par une offre serait susceptible de produire des conséquences lors de l'adoption de mesures de défense anti-offre. Dans les rapports entre la société visée et l'initiateur de l'offre, le principe pourrait s'opposer à ce qu'une société mette en œuvre des mesures de défense alors qu'elle aurait déclaré à plusieurs reprises ne pas souhaiter faire obstacle à la réussite de l'offre. La question pourrait par exemple se poser en présence d'une émission tardive de bons de souscription d'actions. L'article L.233-32 II alinéa 3 du Code de commerce qui régit l'émission de bons en période d'offre exige seulement que la société visée porte à la connaissance du public son intention d'émettre ces bons avant la clôture de l'offre. Il serait néanmoins curieux que cette règle permette à une société d'émettre des bons alors même qu'elle aurait toujours déclaré ne pas souhaiter se défendre face à l'offre déposée sur ses titres¹⁹³⁹. La loyauté et l'exigence de cohérence qui en découle paraissent s'opposer à ce qu'une telle pratique puisse prospérer. C'est en tout cas ce qu'il est possible de déduire d'une lettre de la COB adressée à la société Promodès à l'occasion du dépôt de son offre sur la société Casino¹⁹⁴⁰. En l'espèce, Promodès avait saisi la COB afin de savoir si l'exercice de bons de souscription d'actions Casino, que l'initiateur d'une offre concurrente détenait, était contraire au libre jeu des offres. Après analyse, la Commission considéra qu'il n'y avait pas lieu de s'opposer à l'exercice de ces bons, aux motifs que leur existence « avait été portée à la connaissance du public » et « que [Promodès] les avait expressément pris en compte dans ses offres successives ». Bien que l'affaire ne concernât pas directement l'émission des bons mais leur exercice, et que l'autorité n'ait été appelée à se prononcer qu'à l'aune du principe de libre jeu, la motivation retenue interpelle. Le raisonnement s'appuie sur le fait que l'initiateur avait, lors du dépôt de ses offres, « expressément pris en compte l'exercice de ces bons ». Par une interprétation *a contrario*, l'on peut alors considérer qu'en présence d'une

¹⁹³⁹ A. COURET, « Les bons d'offre », *préc.*, n°36.

¹⁹⁴⁰ COB, *Communiqué de presse, publication de la lettre de la COB adressée à la société Promodès*, 15 oct. 1997 ; *Rapport Annuel 1997*, p.95.

émission « surprise » de bons, que rien ne laisserait présager, l'opération pourrait être jugée contraire à l'exigence de loyauté. L'initiateur d'une offre publique devrait donc pouvoir s'opposer à une émission de bons de la dernière heure¹⁹⁴¹.

623. Conclusion de Section. Distinguée de l'agissement licite, de la bonne foi et de l'impératif de libre jeu, la loyauté impose de respecter les attentes légitimes d'autrui. Dans le contexte des offres, le principe de loyauté joue dans la compétition et les transactions. Il prescrit aux initiateurs, sociétés cibles et destinataires des offres d'adopter un comportement prévisible et cohérent. Au-delà des espèces dans lesquelles l'exigence de loyauté a pu être mobilisée, les potentialités qui s'y attachent sont nombreuses. Sur son fondement, l'autorité de marché pourrait déclarer irrecevable l'offre d'un initiateur qui viserait à perturber les prévisions d'un concurrent plutôt qu'à s'emparer du contrôle d'une société. Le principe de loyauté pourrait également contraindre les initiateurs à respecter un délai de décence avant le dépôt d'une nouvelle offre. Il pourrait enfin neutraliser les défenses mises en œuvre par une société qui aurait, de façon répétée, affirmé ne pas vouloir faire obstacle à la réussite de l'offre qui la vise.

Section 2. La loyauté en droit des offres : un principe délaissé

624. Annonce. Au-delà des décisions qui témoignent de la réalité du principe de loyauté en période d'offre, plusieurs indices amènent à penser que le principe est aujourd'hui délaissé. En effet, si le principe de loyauté est bien consacré par la réglementation, il est rarement mobilisé par l'autorité de marché (§1), qui semble même recourir à d'autres concepts afin de le remplacer (§2).

§1. Un principe rarement mobilisé

625. Annonce. Si les développements qui précèdent ont mis en lumière plusieurs manifestations du principe en jurisprudence, un examen plus poussé de la pratique décisionnelle suffit à démontrer que l'exigence de loyauté est régulièrement passée sous silence par l'autorité de marché, qui n'en fait usage qu'à la marge, après avoir caractérisé la violation d'une disposition textuelle ou d'un autre principe général. Dotée d'une effectivité limitée (I), l'exigence semble faire figure de principe subsidiaire des offres (II).

¹⁹⁴¹ A. COURET, « Les bons d'offre », *préc.*, n°36.

I. L'effectivité limitée du principe de loyauté

626. L'absence de vérification systématique du respect du principe. En pratique, force est de constater que les autorités financières conservent un certain mutisme à l'égard de l'exigence de loyauté. Ce silence doit être regretté. Il aboutit à diminuer l'importance attachée au respect du principe et augmente corrélativement les risques d'entorses à la loyauté.

Les examens auxquels ont procédé les autorités pour apprécier la conformité de l'offre publique déposée sur la société Euro Disney SCA suffisent à en témoigner. Alors que les deux actionnaires majoritaires de la société Euro Disney déclaraient vouloir déposer une offre publique simplifiée sur les titres de celle-ci, le fond activiste CIMA saisit l'AMF afin de s'opposer à la mise en œuvre du projet. Considérant que la société visée par l'offre avait, par le passé, conclu divers contrats conduisant à minorer artificiellement son résultat, le fond accusait le caractère artificiel du prix retenu par l'initiateur. Il reprochait en conséquence aux initiateurs de porter des atteintes « graves et répétées aux principes de loyauté et d'égalité » et demandait que soit prononcée la non-conformité du projet d'offre. L'AMF rejeta l'ensemble des griefs formulés sans se prononcer sur la question de la loyauté des initiateurs¹⁹⁴². La Cour d'appel de Paris refusa également de traiter l'éventuelle violation du principe de loyauté et limita son analyse aux autres principes généraux des offres¹⁹⁴³. La Cour de cassation conforta l'appréciation des juges du fond sans s'interroger davantage sur l'exigence de loyauté¹⁹⁴⁴. Toutes les autorités appelées à se prononcer sur l'affaire ont donc esquivé la question de la violation du principe, pourtant invoquée dès le départ par le requérant¹⁹⁴⁵. Le silence gardé interroge : faut-il en déduire que le principe est devenu inapproprié¹⁹⁴⁶ ? Il est difficile de le croire, tant il permettrait, de l'avis de nombreux auteurs,

¹⁹⁴² AMF, déc. n°215C0380, 31 mars 2015, *Euro Disney SCA*.

¹⁹⁴³ CA Paris, n°2015/07257, 8 sept. 2015, *préc.*

¹⁹⁴⁴ Cass. Com., n°15-25.121, 5 juill. 2017 ; *Dr. Soc.* oct. 2017, comm. 170, note R. Vabres ; *Banque et Droit* sept.-oct. 2017, p.33, comm. J. Chacornac ; *RLDA* 1^{er} nov. 2017, 6342, note L. Henriot ; *RTD Com.* 2017, p.662, note N. Rontchevsky ; *Rev. dr. banc. fin.* 2018, p.64, note A. Soilleux, et Y. Piette.

¹⁹⁴⁵ Dans le même sens v. N. RONTCHEVSKY, « Contentieux des offres publiques d'acquisition : précisions sur la portée du contrôle juridictionnel exercé sur les décisions de l'autorité de marché », *RTD Com.* 2017, p.662 et s., *spéc.* p.666.

¹⁹⁴⁶ Le principe a pu être qualifié « d'inapproprié » lors d'une consultation de place (COB, *Bull. mens.* janv. 2002, n°364, p.277).

de mieux fonder certaines décisions rendues¹⁹⁴⁷. Trois pratiques mériteraient d'ailleurs d'être contrôlées plus régulièrement sur le terrain de la loyauté des transactions et de la compétition.

627. Loyauté des destinataires de l'offre et stipulation contractuelle entourant les cessions de titres hors marché. En premier lieu, certaines clauses des contrats de cession de titres conclus hors marché au bénéfice de l'initiateur d'une offre mériteraient d'être examinées à l'aune du principe. Il arrive en effet qu'une stipulation contenue au sein des contrats de cession fasse bénéficier les cédants de la différence de prix entre le prix perçu lors de la cession des titres et le prix finalement versé par l'initiateur aux actionnaires ayant répondu à l'offre. Cette clause pose question en ce qu'elle reflète une certaine duplicité de la part des cédants. En principe, l'alternative qui s'ouvre aux titulaires de titres visés par une offre est simple. Les intéressés peuvent, au choix, vendre leurs actions sur le marché à un prix déterminé et se priver des avantages de l'offre publique, ou présenter leurs titres à l'offre, se ménager le bénéfice d'une surenchère postérieure et supporter le risque que l'opération échoue. Ils ne peuvent, du moins sans incohérence, renoncer au bénéfice de l'offre en cédant hors marché leurs titres et, dans le même temps, bénéficier économiquement des surenchères à l'offre.

En pratique, ces clauses se rencontrent sans que l'AMF vérifie leur conformité à l'exigence de loyauté qui, nous l'avons vu, s'applique aux actionnaires qui agissent de concert avec l'initiateur et à tous les autres¹⁹⁴⁸. Ces stipulations n'ont ainsi fait l'objet d'aucun examen à l'occasion des offres publiques déposées sur les titres de la société Sperian Protection en juin 2010¹⁹⁴⁹, sur la société Tour Eiffel en juin 2014¹⁹⁵⁰ et sur la société Club Méditerranée, déposée la même année¹⁹⁵¹. Dans ces trois affaires, des actionnaires décidèrent de céder hors marché leurs actions à l'initiateur d'une offre publique. Sans apporter leurs titres à la procédure, les cédants étaient néanmoins assurés de bénéficier des conditions

¹⁹⁴⁷ Ainsi, dans une affaire *SFR Groupe* (AMF, déc. n°216C2262, 5 oct. 2016, *SFR Groupe* ; CA Paris, n°16/20478, 14 mars 2017, *préc.*), l'AMF déclara le projet d'offre déposé non conforme à la réglementation au motif que l'information n'était pas complète, compréhensible et cohérente au sens de l'article L.621-8-1 du Code mon. fin. Si la décision est fondée en droit, plusieurs auteurs ont souligné que l'AMF aurait pu asseoir plus fermement sa décision si elle avait usé du principe de loyauté (A. GAUDEMET, « Projet de contrat entre l'initiateur et la cible et précision de la note d'information : liaisons dangereuses », *Bull. Joly Bourse* sept. 2017, p.341 et s., *spéc.* p.345 ; D. MARTIN, B. KANOVITCH, M. EPELBAUM, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2018/1, p.48 et s., *spéc.* p.55-56).

¹⁹⁴⁸ V. *supra* n°619 et n°620.

¹⁹⁴⁹ AMF, déc. 210C0556, 22 juin 2010, *préc.*

¹⁹⁵⁰ AMF, déc. n°214C1180, 25 juin 2014, *Tour Eiffel*

¹⁹⁵¹ AMF, déc. n°214C1690, 13 août 2014, *Club Méditerranée*.

économiques des surenchères ou offres concurrentes déposées ultérieurement¹⁹⁵². Comme a pu le remarquer Monsieur Antoine Gaudemet à l'occasion de l'offre déposée par Global Resort sur les titres Club Méditerranée, ce procédé, « pratiqué sur une quantité significative d'actions *Club Méditerranée*, était possiblement constitutif d'une déloyauté dans la compétition »¹⁹⁵³. On peut donc regretter l'absence de contrôle sur ce point, d'autant qu'un rapport annuel de l'AMF a souligné que ces clauses étaient susceptibles de contrarier les principes gouvernant les offres publiques¹⁹⁵⁴.

628. Loyauté de l'initiateur d'une offre volontaire et prise de contrôle de fait.

Certaines manœuvres susceptibles d'être entreprises par l'initiateur d'une offre volontaire gagneraient aussi à être examinées sur le terrain de la loyauté. La tentative de prise de contrôle de la société SeLogger.com par la société allemande Axel Springer en rend compte. L'affaire débute à l'automne 2010 lorsque, au terme d'un contrat de cession, Axel Springer acquiert 12,36 % du capital de *SeLogger.com* au prix nominal de 34 € par action. Souhaitant accroître sa participation et acquérir le contrôle de la société, l'actionnaire allemand déposa un projet d'offre libellé au prix unitaire de 34 € et dépourvu, comme la réglementation l'autorisait à l'époque, de seuil de caducité. Le projet se heurta à la résistance du conseil de surveillance de la société visée, qui émit un avis négatif sur l'offre en considérant, d'une part, que le prix fixé était insuffisant et, d'autre part, que le comportement de l'initiateur manquait de cohérence. Le conseil dénonçait ainsi l'incohérence des intentions de l'initiateur qui, tout en indiquant vouloir obtenir le contrôle de la société pour mettre en œuvre un plan industriel, n'excluait pas, du fait de l'absence de seuil de caducité, la possibilité de détenir une simple participation minoritaire à l'issue de l'offre. Par une décision en date du 30 novembre 2010, l'AMF passa outre ces griefs et releva, s'agissant du seuil de caducité, que si le projet d'offre n'en comportait aucun alors que l'initiateur indiquait « vouloir principalement obtenir le

¹⁹⁵² Honeywell, *Note d'information*, 2014, p.10 : « en cas de réalisation de l'Offre, l'Initiateur versera aux Vendeurs, au prorata de leurs participations respectives, la différence entre le Prix par Action finalement payé et 117 euros multiplié par le nombre correspondant d'Actions des Vendeur » ; AMF, déc. n°214C0984, 4 juin 2014, *Tour Eiffel*, note 4 : « Aux termes du contrat de cession y afférent, (i) en cas d'échec de l'offre et si l'initiateur apporte tout ou partie des actions ainsi cédées à une offre concurrente qui connaît une suite positive, l'initiateur versera au cédant, la différence entre le prix de l'offre concurrente par action et le prix de 55 € par action multiplié par le nombre d'actions cédées apportées par l'initiateur à cette offre concurrente et (ii) en cas de réalisation de l'offre, l'initiateur versera au cédant, le cas échéant, la différence entre le prix par action finalement payé (si celui-ci était supérieur à 55 €) et 55 € (coupon attaché) multiplié par le nombre d'actions cédées » ; Global Resorts, « Global Resorts increases the prices of its tender offer for Club Méditerranée to €23.00 euros per share », *Press Release*, 11 nov. 2014, p.3 : « The agreements with [the sellers] provide that in case of an increased offer by Global Resorts, or in case of a competing offer or an increased offer by a third party bidder, or in the event such offers and this offer fail if the shares are sold within 12 months, Global Resorts will pay to the funds and/or entities discretionary managed by [the sellers], the difference, per share, between the price of the increased or competing bid or the sale price and €23.0 ».

¹⁹⁵³ A. GAUDEMET, « Club Méditerranée : du mauvais usage de la surenchère automatique en matière boursière », *préc.*, n°12.

¹⁹⁵⁴ AMF, *Rapport annuel* 2014, p.91. L'AMF observe que ces accords « pourraient, par analogie, être qualifiés d'engagements d'apport irrévocables à une offre publique, lesquels sont prohibés par les principes gouvernant les offres publiques ». Les développements qui précèdent ont pourtant démontré que le caractère irrévocable d'un engagement d'apport ne le rend pas contraire au principe de libre jeu (v. *supra* n°557 et s.).

contrôle de la société, tout en n'excluant pas de détenir au résultat de l'offre une participation en deçà de la majorité du capital ou des droits de vote de *SeLoger.com* », cela ne portait pas pour autant atteinte « aux principes définis par l'article 231-3 du RG AMF » et ne constituait pas un « obstacle pouvant entraver le libre jeu des offres et des surenchères »¹⁹⁵⁵.

Le principe en cause n'était pourtant pas celui du libre jeu des offres et des surenchères¹⁹⁵⁶. Les actionnaires de la société visée pointaient ici l'incohérence du projet de l'initiateur qui aurait pu, en cas d'échec de l'offre, acquérir, sans avoir à déboursier de prime de contrôle, le contrôle de fait de la société visée. L'offre, initiée à bas prix et sans seuil de caducité, aurait alors constitué un ingénieux moyen de prise de contrôle de fait de la société. Partant, c'est la conformité des manœuvres de l'initiateur au principe de loyauté qui aurait dû être appréciée. Si les circonstances de la cause ont fait que cette absence de contrôle ne s'est finalement pas avérée préjudiciable¹⁹⁵⁷, il reste que la discrétion gardée à l'égard du principe de loyauté nuit à son effectivité. L'introduction, par la loi du 29 mars 2014, d'un seuil de caducité automatique pour l'ensemble des offres publiques devrait permettre de neutraliser les tentatives déloyales de prises de contrôle qui résulteraient d'offres volontaires déposées à des prix dérisoires¹⁹⁵⁸. Des dérogations au seuil légal de caducité restent cependant possibles. L'AMF peut, « lorsque l'atteinte de la majorité paraît impossible ou improbable pour des raisons ne tenant pas aux caractéristiques de l'offre », autoriser l'initiateur d'une offre à écarter ou abaisser le seuil en deçà de 50 % du capital ou des droits de vote de la société visée¹⁹⁵⁹. Il serait heureux que l'autorité s'assure alors que la dérogation accordée ne heurte pas l'impératif de loyauté, comme l'exige la lettre de son Règlement général¹⁹⁶⁰.

629. Loyauté de l'initiateur d'un retrait obligatoire et réintroduction en bourse de la société visée. Enfin, la conformité au principe de loyauté de certains retraits obligatoires mériterait d'être plus souvent posée. L'arrêt rendu le 16 septembre 2003 à l'occasion du retrait obligatoire initié par la société Schneider sur les titres de la société Fifmaf en témoigne.

¹⁹⁵⁵ AMF déc. n°210C1225, 30 nov. 2010, *préc.*

¹⁹⁵⁶ J.-F. BIARD, « Offre publique - Précisions sur le rôle de l'AMF en matière d'offre publique », *Rev. dr. banc. fin.* mars 2011, comm. 68, *spéc.* p.79.

¹⁹⁵⁷ Devant la menace du vote d'une pilule empoisonnée visant à empêcher la prise de contrôle rampante, l'initiateur accepta de revaloriser son offre et d'introduire une clause de caducité fixée à 50 % du capital de la société. Délaiée par l'AMF, l'exigence de loyauté a donc été réintroduite par l'action combinée des dirigeants et des actionnaires de la société cible.

¹⁹⁵⁸ V. *supra* n°290.

¹⁹⁵⁹ Art. 231-9 I 2° RG AMF.

¹⁹⁶⁰ *Ibid.*

Dans cette affaire, la Cour d'appel de Paris avait à connaître du recours formé contre la décision de recevabilité de l'offre rendue par le Conseil des marchés financiers¹⁹⁶¹. Les requérants reprochaient au Conseil d'avoir couvert un véritable détournement de la procédure de retrait obligatoire au motif que le retour en bourse des titres de la société Fifmaf était déjà envisagé par les initiateurs du retrait. Les juges du fond écartèrent l'argumentation d'une simple phrase, en estimant que : « l'éventualité d'une réintroduction en bourse de la société visée ne peut suffire à affecter la régularité de son retrait effectué en conformité avec les dispositions légales et réglementaires applicables à cette opération financière »¹⁹⁶².

Si l'affirmation n'est pas discutable dans l'absolu, il est toutefois étrange qu'en l'espèce, les juges n'aient pas envisagé un éventuel manquement au principe de loyauté. En effet, il est *a priori* difficile d'envisager l'éventualité d'une réintroduction en bourse de la société lors de son retrait de la cote sans se montrer irrévérencieux envers le principe de loyauté et l'exigence de cohérence qu'il implique¹⁹⁶³. À la vérité, tout dépend de ce qu'il convient d'entendre par « éventuelle ». Si l'éventualité demeure largement indéterminée dans sa mise en œuvre et qu'elle revient simplement à ne pas écarter la possibilité de réintroduire en bourse la société, la mise en œuvre du retrait obligatoire demeure cohérente et le principe de loyauté, sauf. Mais si l'éventualité est plus précise, que la réintroduction est presque arrêtée, la duplicité est alors patente et « l'on peine à penser que le retrait obligatoire respecte l'impératif de loyauté prescrit par la réglementation boursière »¹⁹⁶⁴. En l'espèce, la cour d'appel n'a pas pris la peine d'apprécier plus en détail les circonstances entourant cette éventualité, ce qui entame l'effectivité du principe de loyauté.

II. La subsidiarité du principe de loyauté

630. De l'effectivité partielle à la subsidiarité du principe. Si plusieurs offres n'ont pas fait l'objet d'analyses sur le terrain de la loyauté dans les transactions et la compétition, le principe n'est pas ineffectif pour autant. Les développements qui précèdent ont mis en lumière plusieurs décisions dans lesquelles la teneur du principe a été rappelée et les manquements à son égard, sanctionnés. Les applications positives du principe révèlent toutefois son caractère subsidiaire. En effet, dans chaque décision où le principe est mobilisé,

¹⁹⁶¹ CMF, déc n°203C0442, 26 mars 2003, *Fifmaf*.

¹⁹⁶² CA Paris, n°2002/6260, 16 sept. 2003, *Adam c/ SA Legrand et SAS Fimaf*; *JCP E* 2003, 1711, note A. Viandier ; *Dr. Soc.* févr. 2004, comm. 31, note Th. Bonneau.

¹⁹⁶³ Th. BONNEAU, « Convention européenne des droits de l'Homme et fixation du prix », *Dr. Soc.* févr. 2004, comm. 31, *spéc.* p.34.

¹⁹⁶⁴ A. VIANDIER, « Affaire Schneider/Legrand : étendue du contrôle juridictionnel de la Cour de Paris en matière d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire », *JCP E* 2003, 1711, *spéc.* n°15.

la loyauté n'est évoquée qu'après qu'un autre manquement à un principe ou à une disposition légale ait été caractérisé. Cette observation, trop répétée pour ne faire figure que de coïncidence, amène à penser que la loyauté fait figure de principe de second rang, dont le manquement n'est envisagé qu'en présence d'un acteur qui, par ses actes, a déjà manqué à la réglementation des offres.

631. Déloyauté et manquement à une disposition légale. Un bref retour sur les affaires au sein desquelles la loyauté a été mobilisée suffit à illustrer la subsidiarité du principe. À l'occasion du contentieux ayant opposé la société HFP aux actionnaires de la société Hubert Industries¹⁹⁶⁵, si la décision de sanction prononcée à l'encontre de HFP mentionne d'abord le principe de loyauté¹⁹⁶⁶, la sanction pécuniaire n'est pas directement fondée sur lui, mais sur le manquement aux articles 3 et 6 du Règlement général de la COB. Pourtant, la déloyauté dont avait fait preuve l'initiateur suffisait à sanctionner le comportement litigieux. On explique alors mal pourquoi l'autorité a préféré asseoir sa décision sur deux articles totalement étrangers à cette exigence¹⁹⁶⁷, invoqués pour les besoins de la cause, plutôt que de fonder directement son raisonnement sur le principe de loyauté¹⁹⁶⁸.

632. Les décisions rendues à l'occasion du contentieux Sacyr-Eiffage illustrent encore la place subsidiaire de l'impératif. Dans cette affaire, l'AMF avait à connaître d'une offre publique d'échange visant les titres de la société Eiffage. Celle-ci avait été volontairement déposée par la société Sacyr qui détenait déjà, d'après ses déclarations, 33,32 % du capital et 29,61 % des droits de vote d'Eiffage. Appelée à examiner le projet d'offre, l'AMF le déclara non conforme aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Pour fonder sa déclaration de non-conformité, l'autorité observa que l'initiateur agissait de concert avec au moins six autres actionnaires et avait franchi, du fait de ce concert, le seuil du tiers du capital et des droits de vote de la société visée par son offre volontaire. L'offre formulée par Sacyr devait donc être soumise à l'ensemble des règles propres à la procédure d'offre publique obligatoire. L'AMF demanda en conséquence à l'initiateur de déposer un projet d'offre assorti d'une option en numéraire et libellée à un prix au moins équivalent au prix le plus élevé payé par lui ou l'un des concertistes sur la période de douze mois précédant le dépôt

¹⁹⁶⁵ V. *supra* n°613.

¹⁹⁶⁶ COB, Com. Sanct., 11 avr. 1995, *préc.* : « Considérant que cette opération [d'offre] commande la loyauté de la part de ceux qui l'initient ».

¹⁹⁶⁷ L'art. 3 al. 1^{er} du Règl. n°89-03 visait à assurer que les actes, décisions et déclarations de l'initiateur et de la société visée n'aient pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées. L'art. 6 exigeait des dirigeants qu'ils fassent preuve d'une vigilance particulière dans leurs déclarations en période d'offre. Il ne mentionnait, ni de près, ni de loin, un quelconque devoir de loyauté.

¹⁹⁶⁸ N. RONTCHEVSKY, « La liberté contractuelle et la transaction à l'épreuve de la réglementation boursière », *préc.*, n°28.

de son offre¹⁹⁶⁹. Après cette observation, qui suffisait déjà à asseoir la décision de non-conformité, l'autorité releva, « en tout état de cause », que les manœuvres réalisées par Sacyr étaient susceptibles de porter atteinte à la transparence, à l'intégrité du marché, et surtout « à la loyauté dans les transactions et la compétition ». La loyauté n'est ainsi évoquée qu'après qu'un manquement à la réglementation ait été observé. Le constat vaut également pour l'arrêt rendu en appel de cette décision. Dans son arrêt du 2 avril 2008, la Cour d'appel de Paris mentionne en effet l'irrespect du principe de loyauté, mais ne le fait qu'après avoir visé l'article L.233-10 du code de commerce relatif à l'action de concert¹⁹⁷⁰. Si des commentateurs ont pu soutenir que l'arrêt était moins fondé sur la constatation du concert que sur l'exigence de loyauté et de transparence¹⁹⁷¹, force est toutefois de constater que la cour d'appel a rendu sa décision au visa de l'article L.233-10 du Code de commerce, et qu'elle a fait sienne l'appréciation de l'AMF, qu'elle qualifie de « pertinente »¹⁹⁷².

633. Déloyauté et manquement à un principe général des offres. Un dernier arrêt laisse encore transparaître la subsidiarité du principe de loyauté. Dans l'arrêt rendu le 22 avril 2021 à l'encontre de la société Prologue, la Cour d'appel de Paris, après avoir rappelé le caractère d'ordre public des principes généraux des offres, caractérise deux manquements à leur égard. L'atteinte au principe d'égalité des actionnaires est identifiée en premier lieu¹⁹⁷³. Le manquement au principe de loyauté qui découle de la duplicité de Prologue n'est reconnu que dans un second temps¹⁹⁷⁴. De nouveau, la déloyauté n'est caractérisée qu'après l'atteinte à un autre principe général établie.

634. Synthèse. Le principe de loyauté semble délaissé. Cette impression se confirme, paradoxalement, lorsque les autorités mobilisent le principe afin d'en rappeler l'existence. Lorsqu'un comportement déloyal est caractérisé, il l'est toujours de façon subsidiaire, ce qui

¹⁹⁶⁹ AMF, déc. n°207C1202, 26 juin 2007, *préc.*

¹⁹⁷⁰ CA Paris, n°07/11675, 2 avr. 2008 ; *Banque et Droit* mai-juin 2008, p.28, obs. H. De Vauplane, J.-J. Daigre, B. De Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *Rev. Soc.* 2008, p.394, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly Soc.* 2008, p.411, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Bourse* 2008, p.209, note L. Faugérolas et E. Boursican ; *Dr. Soc.* 2008, n°212, note Th. Bonneau ; *RTD Com.* 2008, p.377, note N. Rontchevsky ; *ibid.*, p.390, note Ch. Goyet ; *JCP E* 2008, 1828, obs. Y. Paclot ; *adde* C. BAJ, « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : deux réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage », *Rev. dr. banc. et fin.* mai 2008, ét. 9 ; D. BOMPOINT, « L'action de concert à l'âge de la majorité », *RTDF* 2008/2, p.27 ; H. PISANI, « L'action de concert à la lumière de l'affaire Eiffage », *RTDF* 2008/2, p.32.

¹⁹⁷¹ D. BOMPOINT, « L'action de concert à l'âge de la majorité », *préc.*, p.31 ; H. PISANI, « L'action de concert à la lumière de l'affaire Eiffage », *préc.*, p.33.

¹⁹⁷² Dans le même sens v. P. Le CANNU, « Les silences d'un concert espagnol », *Rev. Soc.* 2008, p.394, *spéc.* n°13 ; H. Le NABASQUE, « Sacyr-Eiffage, un arrêt très subtil », *Bull. Joly Soc.* mai 2008, p.411, *spéc.* n°3 ; N. RONTCHEVSKY, « La Cour d'appel de Paris statue sur les recours formés contre la décision du Collège de l'AMF du 26 juin 2007 dans l'affaire Sacyr-Eiffage : il y avait bien un concert mais l'AMF ne pouvait enjoindre aux concertistes de déposer un projet d'OPA sans respecter les droits de la défense », *RTD Com.* 2008, p.377 et s., *spéc.* p.385 à p.387.

¹⁹⁷³ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°193.

¹⁹⁷⁴ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°194.

laisse penser que les autorités éprouvent une crainte à l'égard d'un principe dont elles ont pourtant dessiné les contours. Appuyant encore le trait, la jurisprudence tente désormais de remplacer ce principe en recourant à d'autres dispositifs.

§2. Un principe remplacé

635. La tentative d'abandon du principe de loyauté. Comme dans d'autres champs du droit où la jurisprudence a réduit le domaine de l'exigence de cohérence jugée trop déstabilisatrice¹⁹⁷⁵, l'autorité de marché tend à remplacer le principe de loyauté par d'autres dispositifs prétendument mieux maîtrisés. La fraude à la loi et l'action de concert sont ainsi régulièrement substituées à l'exigence de loyauté. Éprouvés, ces deux dispositifs rendraient inutile de recourir au principe de loyauté.

636. La loyauté remplacée par la fraude. Si fraude à la loi et comportement déloyal ne se confondent pas entièrement¹⁹⁷⁶, le concept de fraude constitue, à première vue, le parfait candidat pour remplacer le principe de loyauté. La fraude joue un rôle majeur en droit des sociétés¹⁹⁷⁷. Elle occupe également une place de choix en droit financier. Dans un domaine où les montages complexes visent parfois à évincer les règles applicables ou à cacher des vérités difficilement avouables, la fraude ferait même figure de *deus ex machina*¹⁹⁷⁸. Elle se retrouve aussi dans le contentieux des offres publiques. Régulièrement invoquée lorsqu'existait encore l'alternative entre offre publique et garantie de cours¹⁹⁷⁹, la fraude continue à être mentionnée dans des décisions récentes¹⁹⁸⁰. La fraude, qui fait d'ailleurs figure de principe général du droit¹⁹⁸¹, pourrait donc, aujourd'hui, remplacer l'exigence de loyauté.

¹⁹⁷⁵ D. HOUTCIEFF, « Le principe de cohérence, 20 ans après », *op cit.*, n°6.

¹⁹⁷⁶ v. *supra* n°599.

¹⁹⁷⁷ D. COHEN, « La légitimité des montages en droit des sociétés », in *Mélanges en hommage à François Terré*, Dalloz, 1999, p.261.

¹⁹⁷⁸ S. SCHILLER, « La fraude, nécessaire *deus ex machina* face à l'évolution du droit des sociétés » *Rev. Soc.* 2014, p.211, *spéc.* n°23.

¹⁹⁷⁹ V. par ex Cass. Com., n°89-19.739, 17 déc. 1991, *préc.* ; CA Paris, 10 mars 1992, *Société Pinault c/ Actionnaires minoritaires d'Au Printemps SA* ; D.1992, IR, p.145 ; *Rev. Soc.* 1992, p.229, note M. Vasseur ; *Bull. Joly Soc.* avr. 1992, p.425, obs. A. Viandier ; *Rev. dr. banc. bourse* mai-juin 1992, p.101, comm. H. Hovasse

¹⁹⁸⁰ AMF, *Rapport annuel* 2014, p.94-95 ; CA Paris, n°2013/23300, 8 janv. 2015 ; *Bull. Joly Bourse* juill. 2015, p.324, note. O. Grosjean et M. Brochier ; *RTDF* 2016/1, p.54, chron. D. Martin, B. Kanovitch, et F. Haas.

¹⁹⁸¹ D. COHEN, « La légitimité des montages en droit des sociétés », *op cit.*, p.269 ; J. VIDAL, « Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français », *op cit.*, p.386-387. Pour une affirmation récente en jurisprudence du « principe selon lequel la fraude corrompt tout » v. Cass. Com., n°18-22.076, 30 sept. 2020 ; D.2020, p.2273, note D. Schmidt ; *Bull. Joly Bourse* déc. 2020, p.22, note E. Guégan ; *Droit Soc.* déc. 2020, comm. 141, note R. Mortier.

637. Illustration. Il est possible d'observer un changement récent en jurisprudence. Alors que les autorités financières faisaient initialement entrer la notion de fraude au sein du concept plus large de loyauté¹⁹⁸², c'est aujourd'hui, à l'inverse, l'exigence de loyauté qui paraît intégrer le domaine de la fraude. On peut trouver une illustration de cette tendance dans la décision rendue par la Commission des sanctions lors de l'affaire Wendel Saint-Gobain. À l'occasion de cette affaire, qui portait sur la réglementation des franchissements de seuils mais intéressait directement la réglementation des offres, l'AMF considéra que le mécanisme mis en œuvre par la société Wendel l'avait été « dans des conditions constituant un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché et [révélaient] ainsi une fraude à la loi »¹⁹⁸³. Saisie d'un recours à l'encontre de cette décision, la Cour d'appel de Paris caractérisa de la même façon l'existence d'une fraude¹⁹⁸⁴.

638. Limite. L'étude de ces décisions montre pourtant que la fraude est loin de constituer un parfait substitut à l'exigence de loyauté. Comme les développements qui précèdent l'ont souligné, aucune fraude ne pouvait être caractérisée dans le cas de l'affaire opposant Wendel à Saint-Gobain¹⁹⁸⁵. Substituer la fraude au principe de loyauté était donc voué à l'échec. Car, et il ne faut pas s'y méprendre, ce que la Commission reprochait réellement à la société Wendel, ce n'était pas la supposée violation des articles de son Règlement général, mais son comportement déloyal. Ce que l'autorité entendait condamner derrière le vocable inadéquat de fraude, n'était autre que le fait, pour la société Wendel, de ne pas avoir déclaré suffisamment tôt ses intentions de conquête et d'avoir agi avec duplicité en laissant croire pendant de nombreux mois qu'elle ne cherchait qu'à obtenir une exposition économique sur les titres de la société Saint-Gobain alors que, d'après la Commission, Wendel avait très vite changé de cap et choisi de se servir de son exposition économique pour monter rapidement et en toute discrétion au sein du capital de cette société. Abandonner totalement le principe de loyauté au profit du concept de fraude semble donc délicat, ce dernier s'adaptant difficilement à des techniques dont la duplicité les fait échapper à la banalité des dispositions générales¹⁹⁸⁶. Mais si la loyauté ne peut être remplacée par la fraude, ne peut-elle pas l'être par l'action de concert ?

¹⁹⁸² En période d'offre, la déloyauté était initialement définie comme l'usage de « moyens détournés mis en œuvre dans des conditions illicites, occultes ou frauduleuses » (CA Paris, 17 juin 1999, *préc.*).

¹⁹⁸³ AMF, Com. sanct., SAN-2011-02, 13 déc. 2010, *préc.*

¹⁹⁸⁴ CA Paris, n°2011/05307, 31 mai 2012, *préc.*

¹⁹⁸⁵ V. *supra* n°350.

¹⁹⁸⁶ S. TORCK, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », *Rev. dr. banc. fin.* mars 2011, comm. 74, *spéc.* p.88.

639. La loyauté remplacée par l'action de concert. Régulièrement confrontée à des montages qui cherchent à éluder le jeu des dispositions impératives, la jurisprudence financière n'hésite pas à recourir à des notions dotées d'une grande plasticité. Lorsque la fraude se révèle difficile à caractériser, faute de pouvoir cerner une réelle intention frauduleuse des acteurs, les juges emploient ainsi la notion d'action de concert, plus simple à mobiliser¹⁹⁸⁷. Si l'action de concert est, à l'origine, une notion plutôt vertueuse en ce qu'elle fédère les actionnaires impliqués dans le gouvernement d'une société¹⁹⁸⁸, elle tend de plus en plus à être utilisée de façon négative, aux fins de sanctionner les comportements à la bordure de la licéité. Particulièrement souple, l'action de concert pourrait donc succéder à l'exigence de loyauté.

640. Illustrations. Les affaires Sacyr et Gecina illustrent comment, en adaptant ses éléments constitutifs, il est possible d'étendre la portée de l'action de concert et les conséquences qui s'y attachent. Si le dispositif permet avant tout d'appréhender les situations de prises de contrôle, il peut également permettre de neutraliser les divergences entre les intentions déclarées et les comportements constatés.

641. Dans l'affaire Sacyr-Eiffage, la caractérisation du concert permet d'abord à l'AMF de s'opposer à l'offre initialement déposée par Sacyr et d'exiger le dépôt d'un projet conforme aux dispositions relatives aux offres obligatoires. Mais par le recours à l'action de concert, l'autorité neutralisa aussi le comportement dissimulé des concertistes et leur déloyauté envers la société visée, ses actionnaires et le marché. Les éléments relevés pour caractériser le concert en témoignent : l'autorité observa qu'à côté de la déclaration par laquelle Sacyr affirmait « ne pas avoir l'intention d'acquérir le contrôle d'Eiffage », la société comptait toutefois sur sa banque « pour la rapprocher d'investisseurs qui puissent voter avec elle », entretenait des liens dissimulés avec plusieurs sociétés espagnoles, chacune titulaire de « participations inférieures au seuil de 1 %, dont le franchissement leur aurait imposé une déclaration », qu'existaient en parallèle « des relations personnelles, capitalistiques et d'affaires entre les dirigeants ou actionnaires de ces sociétés et les actionnaires fondateurs et dirigeants de Sacyr », que ces mêmes sociétés ne détenaient, à une exception près, « pas d'autre participation étrangère » et que toutes « avaient réalisé un investissement pour des montants compris entre cinquante et soixante-dix millions d'euros ».

¹⁹⁸⁷ Pour une illustration très nette de ce phénomène, v. le contentieux *GHM, MMF et GCL c/ Journal de l'Est républicain* (TC Nancy, 23 déc. 2008 ; *Rev. Soc.* 2009, p.385, note F. Martin Laprade ; CA Nancy, 17 juin 2009 ; *Rev. Soc.* 2009, p.790, note F. Martin Laprade ; Cass. Com., n°09-16.112, 29 juin 2010 ; *Rev. Soc.* 2010, p.446, note F. Martin Laprade).

¹⁹⁸⁸ F. MARTIN LAPRADE, « Entente et concert, l'action collective en droit économique », in *Mélanges en l'honneur de Fernand Charles Jeantet*, LexisNexis, 2010, p.347, spéc. n°43.

investissement parfaitement « hors de proportion avec leur surface financière réelle »¹⁹⁸⁹. Si ces éléments autorisèrent l'AMF à caractériser une action de concert, la découverte de ce concert permet de neutraliser, comme le souligne l'arrêt d'appel, « l'entente ponctuelle », « subreptice » et partant, la déloyauté des concertistes¹⁹⁹⁰.

642. L'autorité de marché usa du même procédé dans l'affaire Gecina, où elle considéra que le projet d'offre de rachat portant sur les actions de cette société n'était pas conforme à la réglementation financière dès lors que le public n'était pas informé de l'existence d'une action de concert entre deux actionnaires¹⁹⁹¹. Là encore, si la caractérisation du concert assoit une décision de non-conformité, elle permet surtout à l'autorité de s'opposer aux dissimulations et incohérences dont ont fait preuve les actionnaires en cause. Elle neutralise le manque de « cohérence et de pertinence de l'information délivrée »¹⁹⁹². Sur la base de motivations circonstanciées, la plasticité de l'action de concert permet de saisir la duplicité de certains comportements et de s'opposer à l'inadéquation des déclarations et des actes.

643. Limite. Remplacer l'exigence de loyauté par le dispositif de l'action de concert a toutefois un prix. D'abord, la substitution ne peut être que partielle. Le principe de loyauté couvre en effet un champ plus large que l'action de concert, qui ne peut appréhender l'ensemble des actes déloyaux, ne serait-ce que parce que cette action ne saisit pas les comportements des acteurs qui agissent seuls. Ensuite, recourir régulièrement à un concept aussi élastique que l'action de concert coûte nécessairement à la sécurité juridique¹⁹⁹³. L'action de concert, « usée jusqu'à la corde », semble aujourd'hui permettre aux autorités d'imposer « sans risque de censure, l'issue que leur inspire leur perception de l'honnêteté des individus concernés »¹⁹⁹⁴. Les récentes utilisations du dispositif révèlent d'ailleurs à quel point l'instrumentalisation de la notion peut s'avérer préjudiciable¹⁹⁹⁵.

644. Conclusion de Section. Malgré ses potentialités, le principe de loyauté est délaissé par l'autorité de marché. Son respect est rarement vérifié et, lorsqu'il l'est, le contrôle opéré témoigne de la subsidiarité du principe. L'étude de la pratique décisionnelle révèle que la fraude et l'action de concert tendent même à remplacer l'exigence de loyauté, sans toutefois

¹⁹⁸⁹ AMF, déc. n°207C1202, 26 juin 2007, *préc.*

¹⁹⁹⁰ CA Paris, n°07/11675, 2 avr. 2008, *préc.*

¹⁹⁹¹ AMF, déc. n°207C2792, 13 déc. 2007, *Gecina* ; *Rev. dr. banc. fin.* mars 2008, comm. 61, note J.-F. Biard ; conf. CA Paris, n°2007/21048, 24 juin 2008, *préc.*

¹⁹⁹² AMF, déc. n°207C2792, 13 déc. 2007, *préc.*

¹⁹⁹³ C. BAJ, « Action de concert et dépôt d'une offre publique obligatoire : réflexions à la lumière de l'affaire Gecina », *préc.*, n°66.

¹⁹⁹⁴ D. BOMPOINT, V. RAMONÉDA, « L'opposition est-elle forcément de concert ? » *préc.*, n°1.

¹⁹⁹⁵ V. *supra* n°422.

y arriver. Consacrer un principe pour ensuite contenir ses applications et finalement tenter de lui substituer d'autres notions n'est pourtant pas satisfaisant. Un choix doit être fait entre le lever et le baisser de rideau. Soit l'on admet l'utilité du principe de loyauté et l'on accepte que sa plasticité, qui n'est pas sans limites, puisse autoriser les autorités à s'écarter du cadre législatif pour neutraliser certaines incohérences comportementales ; soit l'on s'y refuse en considérant que c'est faire œuvre vaine que de projeter des règles de justice idéale dans le monde juridique¹⁹⁹⁶. Si cette dernière voie était choisie, faute de remplaçants satisfaisants, il est douteux que le droit des offres réussisse à appréhender avec la célérité requise la sophistication perpétuelle de la matière financière.

¹⁹⁹⁶ G. RIPERT, *La règle morale dans les obligations civiles*, LGDJ, 1925, n°204.

645. Conclusion de Chapitre. En droit économique, l'exigence de loyauté pose un cadre objectif de conduite prohibant, à des degrés d'application divers, la duplicité et l'incohérence des acteurs afin d'assurer la prévisibilité des comportements. Principe général du droit des offres, la loyauté s'impose dans les transactions comme dans la compétition susceptible d'avoir lieu pour l'acquisition du contrôle d'une société cotée. Malgré plusieurs applications contentieuses et de nombreuses potentialités, le principe est aujourd'hui délaissé par la jurisprudence financière, ce qui explique que sa portée soit parfois confondue avec celle du principe de libre jeu. Consacrée par l'autorité de marché, l'exigence de loyauté est redoutée par son créateur qui tente de lui substituer, en vain, d'autres concepts comme ceux de fraude ou d'action de concert. Cette méfiance à l'égard du principe n'est pourtant pas justifiée, tant ses expressions peuvent être parfaitement anticipées et systématisées. Aussi formulera-t-on le vœu que les autorités financières abandonnent rapidement cette position et offrent à la loyauté la place qui lui revient en tant que principe général des offres.

646. Conclusion Sous-titre 1. Les critères dégagés pour procéder à l'identification des principes généraux des offres ont conduit à accueillir au sein de cette catégorie le principe d'égalité de traitement des titulaires de titres visés par l'offre, le principe de liberté des offres et des surenchères, et le principe de loyauté dans les transactions et la compétition. Les conséquences attachées à chaque principe ont ainsi pu être répertoriées et systématisées. Au-delà des manifestations particulières qui font la singularité de chaque principe général, deux aspects ressortent des recherches menées. Le premier touche à la richesse de leurs expressions contentieuses. Le second à la relativité des effets qu'ils génèrent.

L'étude a d'abord fait apparaître la diversité des conséquences extra-légales que les principes sont susceptibles de déployer. Les effets du principe d'égalité diffèrent selon la nature de l'offre et apparaissent renforcés lorsque l'offre s'accompagne d'un prix plancher. Le principe de libre jeu interdit à la fois la mise en place de mesures qui constitueraient un obstacle absolu à la réussite d'une offre et, dans le même temps, l'attribution d'avantages susceptibles de déterminer par avance le succès de l'opération, que la nature de l'avantage consenti soit matériel ou informationnel. Le principe de loyauté se traduit quant à lui par une exigence de cohérence à laquelle tous les participants à une offre sont tenus et qui produit des effets dans la compétition comme en dehors de celle-ci. La richesse des effets produits par les principes généraux ne doit cependant pas être surestimée. Les développements ont montré que le principe de libre jeu n'interdit pas de se défendre contre une offre jugée inopportune et ne permet pas, du moins à lui seul, d'exiger le dépôt d'une offre obligatoire. De la même façon, l'on peut douter que le principe d'égalité produise de réelles conséquences sur le terrain du droit à l'information, tant ses manifestations semblent se confondre avec celles qui découlent de la réglementation des délits d'initiés et des règles contenues dans le Règlement général de l'AMF.

Les recherches conduites ont dévoilé un second élément partagé par tous les principes. Il touche à la relativité des effets qu'ils produisent. Loin de constituer des impératifs radicaux, les principes sont le fruit de constructions réfléchies et équilibrées. Aussi, et dès lors qu'elle repose sur une différence objective de situation ou qu'elle est acceptée par les destinataires concernés, l'exigence d'égalité n'interdit pas qu'une différence de traitement puisse exister entre les destinataires d'une offre. De la même manière, si le principe de libre jeu fait obstacle à ce qu'un avantage déterminant par avance le succès d'une offre soit consenti, il autorise néanmoins à privilégier un initiateur. Enfin, le caractère relatif des principes explique certainement pourquoi ils ne sont pas systématiquement mobilisés par les autorités chargées de faire appliquer la réglementation des offres. Regrettable, cet état de fait aboutit à ce que certains actes déviants restent impunis et, finalement, à ce que des réponses différentes soient apportées à des situations semblables. Il faut alors gager que les efforts déployés pour

présenter les conséquences attachées aux principes généraux permettront, à l'avenir, de mettre fin à ces écarts.

L'étude des principes généraux des offres menées à son terme, il reste à entreprendre celle des principes exclus de cette qualification, mais qui jouent néanmoins un rôle de premier ordre lors du déroulement des offres.

SOUS-TITRE 2

LES PRINCIPES EXCLUS

647. Annonce. L'identification des principes généraux des offres conduit à exclure certains impératifs qui échouent à remplir les critères fixés pour intégrer cette catégorie. L'étude de ces impératifs n'en demeure pas moins digne d'intérêt. Elle peut faire avancer la science du droit à un double point de vue : en renseignant d'abord sur l'articulation de la réglementation des offres avec les principes issus d'autres branches du droit, comme les principes d'intégrité du marché (**Chapitre 1**) et de respect de l'intérêt social (**Chapitre 2**) ; en permettant ensuite de dégager un principe encore embryonnaire (**Chapitre 3**), mais qui pourrait, dans un avenir proche, accéder au rang de principe général des offres.

CHAPITRE 1. L'INTÉGRITÉ DU MARCHÉ : PRINCIPE GÉNÉRAL DU DROIT FINANCIER

648. Annonce. Au cœur de la mission des autorités de régulation, le respect de l'intégrité du marché est l'une des exigences les plus transversales du droit financier¹⁹⁹⁷. Aussi l'exigence d'intégrité est-elle régulièrement érigée en principe général du droit financier¹⁹⁹⁸. Plusieurs auteurs lui attribuent la qualité de principe général du droit des offres¹⁹⁹⁹. Confirmer cette qualité exige de vérifier l'aptitude de l'exigence à produire des conséquences originales dans le contexte d'une offre publique²⁰⁰⁰. Le concept d'intégrité du marché n'ayant jamais fait l'objet d'une étude approfondie dans ce cadre particulier, déterminer sa portée exacte en période d'offre (**Section 2**) implique d'examiner d'abord les conséquences qu'il déploie habituellement en droit financier (**Section 1**).

Section 1. L'intégrité du marché et le droit financier

649. Annonce. Le concept d'intégrité de marché constitue un impératif majeur du droit financier (§.1). Il fait même figure de principe général au sein de cette branche du droit (§.2).

§1. Un impératif majeur du droit financier

650. Explication de l'importance attachée à l'intégrité du marché. Bien que le législateur n'ait jamais tenu à la définir, l'intégrité du marché est une notion au cœur de la réglementation financière. La COB l'affirmait déjà : « préserver l'intégrité du marché est un impératif majeur de tout régulateur financier »²⁰⁰¹. L'importance attachée à l'expression s'explique par le caractère rassurant de la formule. En effet, préserver l'intégrité du marché

¹⁹⁹⁷ I. BAZZI, *La commercialisation des produits financiers et la protection de l'investisseur*, préf. A. Couret et Th. Granier, IRJS, 2014, n°437.

¹⁹⁹⁸ I. BAZZI, *La commercialisation des produits financiers et la protection de l'investisseur*, op cit. n°437, J.-B. GALVIN, *Les conflits d'intérêts en droit financier*, op cit., n°403 ; B. KEITA, *Essai sur la contribution de la Commission des sanctions de l'AMF à la régulation financière*, op cit., n°453 et s.

¹⁹⁹⁹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°78 ; A. COURET, H. Le NABASQUE et alii, *Droit financier*, op cit., n°1648 ; Th. BONNEAU, P. PAILLER et alii, *Droit financier*, op cit., n°1163 ; H. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *préc.*, n°157.

²⁰⁰⁰ V. *supra* n°43.

²⁰⁰¹ COB, *Rapport annuel 2000*, p.88.

revient à garantir sa viabilité et son absence d'altération. L'intégrité d'un marché assure la solidité et la stabilité du système et constitue la « condition *sine qua non* de son bon fonctionnement »²⁰⁰².

651. Expressions de l'importance attachée à l'intégrité du marché. Pilier de la réglementation financière, l'obligation de respecter l'intégrité du marché est régulièrement rappelée par les textes. Le grand nombre de dispositions qui font référence à cet impératif témoigne de sa transversalité. Chaque prestataire de services d'investissement²⁰⁰³, entreprise de marché²⁰⁰⁴, producteur d'instruments financiers²⁰⁰⁵, société de gestion de portefeuilles²⁰⁰⁶ et dépositaire d'organisme de titrisation²⁰⁰⁷ est tenu de s'assurer que son activité sur le marché ne nuit pas à l'intégrité de celui-ci. Tout manquement pourra donner lieu au prononcé d'une sanction administrative. Pour ne prendre que quelques exemples récents, a pu être considérée comme portant préjudice à l'intégrité de marché l'attribution par une entreprise de marché d'un avantage discrétionnaire à l'un de ses membres²⁰⁰⁸, la commercialisation non autorisée de titres d'un fonds d'investissement étranger²⁰⁰⁹, la présentation artificielle du résultat d'allocation des titres d'une société lors de son introduction en bourse²⁰¹⁰, ou encore l'absence de mesures permettant à un prestataire de service d'investissement de détecter des situations de conflits d'intérêts²⁰¹¹.

652. L'intégrité du marché constitue également la *ratio legis* de plusieurs pans de la réglementation financière. Les dispositions relatives aux abus de marché l'illustrent. Bien que les textes ne l'affirment pas directement, il est largement reconnu que la répression des abus de marché a pour objectif d'assurer l'intégrité des marchés financiers²⁰¹². Les considérants de l'ancienne directive Abus de marché du 28 janvier 2003, comme ceux du règlement MAR du 16 avril 2014, affirment que « La législation visant à lutter contre les

²⁰⁰² H. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *préc.*, n°157.

²⁰⁰³ Art. L.533-1 et L.533-11 Code mon. fin. ; art. 314-3 RG AMF.

²⁰⁰⁴ Art. L.421-7-5 et L.512-2 Code mon. fin.

²⁰⁰⁵ Art. 313-4 RG AMF.

²⁰⁰⁶ Art. 319-3, 321-100 et 321-101 RG AMF.

²⁰⁰⁷ Art. 323-51 RG AMF.

²⁰⁰⁸ AMF, Com. Sanct., SAN-2015-20, 4 déc. 2015, *préc.*

²⁰⁰⁹ AMF, Com. Sanct., SAN-2019-10, 2 juill. 2019, *Société Invest Securities Portal Consel Exec. Finance et M. C ; Bull. Joly Bourse* sept. 2019, p.12, note I. Riassetto.

²⁰¹⁰ AMF, Com. Sanct., SAN-2016-02, 11 janv. 2016, *Sociétés X, Bryan Garnier & CO Limited, Y, Santen SAS et MM. A, B, C, Olivier Garnier De Falletans et Claude Bouchy*.

²⁰¹¹ AMF, Com. Sanct., SAN-2012-07, 14 juin 2012, *Sociétés Exane et Boussard & Gavaudan*.

²⁰¹² A. COURET, H. Le NABASQUE, M.-L. COQUELET et alii, *Droit financier, op cit.*, n°1776 ; Th. BONNEAU, P. PAILLER et alii, *Droit financier, op cit.*, n°26.

opérations d'initiés et celle visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif : assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés »²⁰¹³. La jurisprudence l'a depuis confirmé²⁰¹⁴. Au-delà des abus de marché, la Commission des sanctions s'attache également à rappeler que d'autres dispositifs contribuent à assurer l'intégrité du marché, comme les obligations inhérentes à la qualité d'entreprise de marché²⁰¹⁵ et les règles relatives aux sondages du marché²⁰¹⁶.

653. L'importance de l'impératif transparait enfin au stade du prononcé des sanctions administratives. Lorsque l'autorité de marché exerce son pouvoir répressif, plusieurs facteurs sont pris en considération pour fixer la sanction retenue. En vertu du Code monétaire et financier, la mise en œuvre d'une sanction administrative doit notamment prendre en compte la gravité, la durée et l'éventuelle réitération du manquement, l'importance des gains obtenus ou des pertes évitées, la qualité, le degré d'implication et les circonstances propres à la personne en cause, sa situation financière, les manquements précédemment commis par elle ou encore son degré de coopération avec l'autorité²⁰¹⁷. Si l'atteinte à l'intégrité du marché n'est pas mentionnée, la jurisprudence estime néanmoins que la transgression d'une règle destinée à garantir l'intégrité du marché revêt une particulière gravité et appelle par conséquent une plus grande sévérité.

On trouve trace de cette position dans une décision de la Commission des sanctions du 23 novembre 2006²⁰¹⁸. En l'espèce, l'autorité reprochait aux succursales londonienne et parisienne de Deutsche Bank d'avoir manqué à l'obligation de tenir un registre des personnes initiées à l'occasion de sondages de marché. Mandatée par la société Alcatel pour préparer une émission d'obligations remboursables en actions (« ORA »), les deux succursales de la banque avaient réalisé des sondages de marché auprès d'investisseurs institutionnels afin de connaître la quantité d'ORA qu'ils étaient prêts à souscrire. Alertée par les nombreuses ventes à découvert et par la variation du cours de l'action Alcatel, l'AMF décida d'ouvrir une

²⁰¹³ Cons. 12 Dir. 2003/6/CE *préc.* ; cons. 2, 3 et 24 Règl. 596/2014/UE *préc.*

²⁰¹⁴ CJUE, C-45/08, 23 déc. 2009, *préc.*, n°47 ; CA Paris, n°09/13348, 30 mars 2010 ; n°13/08017, 10 avr. 2015 ; Cons. Const., n°2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC, 18 mars 2015, *M. John et autres, spéc.* n°25 ; CJUE, C-302/20, 15 mars 2022, *M. A c. AMF* ; *Bull. Joly Bourse* mai 2022, p.36, note M. Galland ; *Rev. Soc.* 2022, p.447, obs. A.-C. Muller ; *RTD Com.* 2022, p.122, obs. N. Rontchevsky ; CA Paris, n°18/28497, 30 mars 2023 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2023, p.10, note N. Rontchevsky ; *Dr. Soc.* juill. 2023, comm. 87, note J. Granotier.

²⁰¹⁵ AMF, Com. Sanct., SAN-2013-07, 13 mars 2013, *Société SG Securities SAS, M. A et Mme B.*

²⁰¹⁶ AMF, Com. Sanct., SAN-2007-02, 23 nov. 2006, *Deutsche Bank AG, Ferox Capital Management Ltd* ; *Bull. Joly Bourse* mars 2007, p.213, note Ch. Arsouze ; SAN-2007-19, 7 juin 2007, *Sociétés S, R, T, W, X, Y, Z* ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2007, comm. 199, note S. Torck ; *Bull. Joly Bourse* juill. 2007, p.468, note Ch. Arsouze ; SAN-2011-05, 17 mars 2011, *Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natexis, M.A et société X* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2011, p.512, note J.-J. Daigre ; SAN-2012-02, 24 nov. 2011, *Allianz Global Investors France, BNP Paribas, Société Générale, M. Y et Mme X.*

²⁰¹⁷ Art. L.621-15 III *ter* Code mon. fin.

²⁰¹⁸ AMF, Com. Sanct., SAN-2007-02, 23 nov. 2006, *préc.*

enquête sur le marché du titre. Celle-ci révéla que Deutsche Bank n'avait pas respecté les dispositions qui encadraient les sondages de marché²⁰¹⁹. Après avoir relevé que le tableau récapitulatif du sondage de marché était incomplet en ce qu'il ne mentionnait ni la date, ni les heures auxquelles les personnes sondées avaient été contactées, la Commission considéra que le comportement en cause violait les règles édictées « pour assurer l'intégrité du marché sur lequel les instruments en cause sont admis et négociés » et que la méconnaissance de ces dispositions constituait dès lors « un manquement grave quelle qu'ait été son incidence effective ». Depuis cette affaire, la prise en compte de l'atteinte à l'intégrité du marché comme circonstance aggravante s'est depuis développée. Dans une décision du 6 décembre 2007, l'organe de sanction de l'AMF releva que le fait d'être en possession d'une information privilégiée et de vendre à découvert un nombre important d'actions compromettrait l'intégrité du marché, de sorte que le comportement revêtait « une particulière gravité appelant une sanction exemplaire »²⁰²⁰. Dans deux décisions en date du 4 septembre 2008²⁰²¹ et du 27 novembre 2008²⁰²², la Commission des sanctions considéra que le dépassement du délai de règlement-livraison, du fait « de son incidence sur la fluidité et l'intégrité du marché » revêtait « un caractère particulier de gravité ». L'importance attachée à l'intégrité du marché explique également le montant des sanctions prononcées à l'encontre des sociétés Elliot Management Corporation et Elliott Advisors UK Ltd, chacune condamnée en 2015 à une amende de 8 000 000 euros pour des manquements d'initiés ayant provoqué « une atteinte grave à l'intégrité du marché »²⁰²³.

Encore récemment, la jurisprudence a rappelé l'importance attachée au respect de l'intégrité du marché en soulignant que cet impératif pouvait l'emporter sur la liberté de la presse²⁰²⁴. Dans un arrêt du 30 mars 2023 et rendu à la suite des réponses apportées par la CJUE à plusieurs questions préjudicielles²⁰²⁵, la Cour d'appel de Paris a confirmé la

²⁰¹⁹ L'enquête révéla également que des investisseurs sondés avaient vendu à découvert des actions *Alcatel* avant que l'émission d'ORA ne soit publique, se rendant coupables de manquements d'initiés. Sur ce point, qui n'intéresse pas directement les présents développements, v. Ch. ARSOUZE, « Communication, circulation et utilisation d'informations privilégiées à l'occasion des sondages de marché réalisés préalablement à l'émission d'instruments financiers donnant accès au capital », *Bull. Joly Bourse* mars 2007, p.213.

²⁰²⁰ AMF, Com. Sanct., SAN-2008-04, 6 déc. 2007, *Thierry Boutin* ; *Rev. dr. banc. fin.* mai 2008, comm. 89, note D. Bompoin ; *LPA* 16 janv. 2009, p.7, note L. Ruet.

²⁰²¹ AMF, Com. Sanct., SAN-2008-21, 4 sept. 2008, *Banque d'Orsay, Eric Duhamel, Philippe Andrieu et Gwenael le Carvenec* ; *Bull. Joly Bourse* déc. 2008, p.510, note Ch. Arsouze.

²⁰²² AMF, Com. Sanct., SAN-2009-08, 27 nov. 2008, *Société Boussard & Gavaudan Gestion* ; *Bull. Joly Bourse* mai 2009, p.211, note Ch. Arsouze.

²⁰²³ AMF, Com. Sanct., SAN-2014-03, 25 avr. 2014, *Sociétés Elliott Advisors UK LTD et Elliott Management Corporation* ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2014, comm. 185, note P. Pailler ; *Bull. Joly Bourse* oct. 2014, p.470, note G. Roch ; conf. par CA Paris, n°2014/13986, 14 janv. 2016 ; *Bull. Joly Bourse* avr. 2016, p.140, note F. Martin-Laprade ; Cass. Com., n°16-17.186, 27 mars 2019 ; *Dr. Soc.* janv. 2020, comm. 9, note P. Pailler.

²⁰²⁴ CA Paris, n°18/28497, 30 mars 2023, *préc.*

²⁰²⁵ CJUE, C-302/20, 15 mars 2022, *préc.*

condamnation d'un journaliste financier pour communication d'informations privilégiées. La sentence est prononcée alors même que l'arrêt établit que les échanges d'informations jugés illicites avaient été nécessaires à l'accomplissement de l'activité journaliste²⁰²⁶ et réalisés dans le respect des règles et codes gouvernant la profession²⁰²⁷. Sévère, la condamnation amène à penser que lorsqu'il s'agira de concilier des principes de la liberté de la presse et de l'intégrité de marché, la balance aura souvent tendance à pencher en faveur du dernier.

§.2. Un principe général du droit financier

654. La qualité de principe général. Pour revêtir la robe de principe général du droit financier, le respect de l'intégrité de marché doit satisfaire deux critères, formel et matériel²⁰²⁸. Le critère formel ne pose guère de difficulté. Il est en effet acquis, tant en doctrine qu'en jurisprudence, que le respect de l'intégrité du marché constitue un principe général du droit financier²⁰²⁹, qui conditionne le fonctionnement même des marchés²⁰³⁰. La vérification du critère matériel s'avère plus délicate. En effet, apprécier si le respect de l'intégrité du marché revêt des effets extra-légaux se révèle difficile tant les travaux juridiques sur cet impératif sont rares, ce qui peut laisser croire qu'il constituerait moins une véritable norme juridique qu'une formule vague sans portée normative. Plusieurs décisions rendues par le Conseil d'État et l'AMF conduisent néanmoins à infirmer cette croyance.

655. Les expressions autonomes du principe d'intégrité. Par deux arrêts en date du 13 juillet 2006, le Conseil d'État a eu l'occasion de préciser que l'obligation, pour les prestataires de services d'investissement, de respecter l'intégrité du marché avait « pour but d'assurer que, de manière générale, le comportement de ceux qui sont habilités à y intervenir ne porte atteinte ni à la sécurité de la place ni à sa réputation et qu'elle interdit dès lors que soient réalisées des opérations qui seraient anormales ou frauduleuses en raison notamment de leur caractère dissimulé ou exagérément risqué »²⁰³¹. Cette jurisprudence ne tarda pas à

²⁰²⁶ CA Paris, n°18/28497, 30 mars 2023, *préc.*, n°99 et n°103.

²⁰²⁷ CA Paris, n°18/28497, 30 mars 2023, *préc.*, n°106.

²⁰²⁸ V. *supra* n°52 et n°54.

²⁰²⁹ AMF, Com. Sanct., SAN-2009-05, 30 oct. 2008, M. X, M. Y, Mme Z et Société HSBC France ; Adde I. BAZZI, *La commercialisation des produits financiers et la protection de l'investisseur*, *op cit.*, n°437, J.-B. GALVIN, *Les conflits d'intérêts en droit financier*, *op cit.*, n°403.

²⁰³⁰ AMF, Com. Sanct., SAN-2015-20, 4 déc. 2015, *préc.*

²⁰³¹ CE, n°259231 et n°259232, 13 juill. 2006 ; *Bull. Joly Bourse* nov.-déc. 2006, p.743, concl. M. Guyomar ; *Droit Soc.* déc. 2006, comm. 189, note Th. Bonneau.

être reprise par la Commission des sanctions²⁰³². Si la portée exacte de l'impératif d'intégrité demeure teintée d'obscurité, l'affirmation laisse entendre que se conformer aux règles en vigueur ne suffirait pas nécessairement à respecter l'intégrité de marché. Cela impliquerait, plus largement, de ne pas réaliser d'opérations qui viendraient porter atteinte à la sécurité de la place ou à sa réputation.

La portée de l'impératif fut précisée dans une décision du 4 décembre 2015²⁰³³. En l'espèce, la Commission des sanctions avait à se prononcer sur des interventions massives dans le carnet d'ordres de plusieurs titres et qui donnaient, ou étaient susceptibles de donner, des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande de ces titres. Ces interventions, initiées par un opérateur via des transactions algorithmiques à haute fréquence, avaient été rendues possibles par l'entreprise de marché Euronext qui avait accordé à cet opérateur une exemption tarifaire lui permettant d'annuler un nombre illimité d'ordres sans avoir à s'acquitter des pénalités financières encourues en cas de dépassement du ratio ordres/transactions. Pour reprocher à l'entreprise de marché d'avoir exempté l'opérateur de respecter ce ratio, la Commission des sanctions estima qu'accorder de façon discrétionnaire un tel avantage commercial à l'un de ses membres était constitutif d'un manquement à l'obligation d'Euronext d'exercer son activité avec neutralité, impartialité et dans le respect de l'intégrité du marché, conformément à l'article 512-3 du RG AMF. Le comportement, « d'une particulière gravité », portait ainsi atteinte à l'intégrité du marché. Il donna lieu au prononcé d'une amende de 5 000 000 d'euros. Le Conseil d'État rejeta le recours formé par l'entreprise de marché²⁰³⁴. La juridiction confirma le raisonnement retenu par la Commission des sanctions et formula de précieuses observations sur la portée du principe d'intégrité. Après avoir rappelé que l'intégrité du marché impliquait de vérifier que le comportement des acteurs sur le marché ne porte atteinte « ni à la sécurité de la place ni à sa réputation » et interdisait « que soient réalisées des opérations qui seraient anormales ou frauduleuses, en raison notamment de leur caractère dissimulé ou exagérément risqué », les juges administratifs affirmèrent que « la seule circonstance qu'aucun comportement frauduleux ne [soit] imputable à l'entreprise de marché ne suffit pas à établir qu'elle aurait agi dans le respect de l'intégrité du marché ». Par cette déclaration, le Conseil d'État confirme que respecter l'intégrité de marché ne consiste pas seulement à respecter la réglementation financière applicable à la personne mise en cause. Plus largement, et bien que ses

²⁰³² AMF, Com. Sanct., SAN-2008-06, 13 déc. 2007, *Société X et M.A* ; RTDF 2008/1, p.77, note J.-J. Daigre ; *Bull. Joly Bourse* juin 2008, p.217, note A.-D. Merville.

²⁰³³ AMF, Com. Sanct., SAN-2015-20, 4 déc. 2015, *préc.*

²⁰³⁴ CE, n°396698, 19 mai 2017 ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2017, comm. 226, note P. Pailler.

conséquences exactes restent encore à déterminer, le principe implique aussi de ne réaliser aucune opération susceptible de porter atteinte à la sécurité ou à la réputation de la place.

656. Conclusion de Section. L'importance accordée à l'intégrité du marché au sein des textes qui régissent le droit financier et sa prise en compte comme circonstance aggravante au moment du prononcé des sanctions administratives démontrent que cette exigence constitue un impératif majeur du droit financier. Doté d'effets juridiques qui dépassent la lettre de la loi, le respect de l'intégrité de marché fait même figure de principe général du droit financier.

Section 2. L'intégrité du marché et le droit des offres

657. Annonce. L'intégrité du marché peut se trouver particulièrement malmenée en période d'offre. Le lancement d'une offre publique est susceptible de bouleverser l'environnement de la société visée et le marché des titres. Pour éviter tout dysfonctionnement, la réglementation insiste donc sur l'obligation de respecter l'intégrité de marché pendant toute la durée de l'offre (§.1). Malgré l'importance attachée à cette exigence, les décisions qui s'y réfèrent n'en tirent aucune conséquence originale, ce qui amène à conclure que si l'intégrité de marché constitue un principe général du droit financier, il ne fait pas figure pour autant de principe général des offres (§.2).

§.1 Le respect du principe en période d'offre

658. La présence du principe dans la réglementation des offres. Depuis près de 25 ans, la réglementation rappelle la nécessité de respecter l'intégrité du marché en période d'offre publique. À la suite de l'arrêté du 5 novembre 1998²⁰³⁵, l'article 5-1-1 du Règlement général du Conseil des marchés financiers a intégré cette exigence aux côtés des autres principes généraux des offres. L'exigence fut reprise au sein du règlement n° 2002-04 de la COB²⁰³⁶. Les réformes successives ne sont depuis jamais revenues sur la nécessité de respecter l'intégrité du marché en période d'offre. L'article 231-3 du Règlement général de l'AMF s'en fait aujourd'hui l'écho : « En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter [...] [l]'intégrité du marché ».

²⁰³⁵ Arr. 5 nov. 1998, JO 17 nov. 1998, p.17302.

²⁰³⁶ Art. 4 anc. Règl. COB n°02-04.

659. Les raisons de la présence du principe dans la réglementation des offres. Trois raisons expliquent la présence du principe d'intégrité de marché au sein de la réglementation des offres.

La première tient au caractère transversal de l'exigence qui, en période normale, impose à tous les acteurs qui évoluent sur un marché de s'abstenir de porter atteinte à l'intégrité du marché²⁰³⁷. Il est dès lors cohérent de rappeler que cette exigence ne cesse pas en période exceptionnelle, et que les acteurs sont toujours tenus de ne pas nuire à l'intégrité de marché lorsqu'ils participent à une offre. Plus qu'une singularité propre à la réglementation des offres, la mention du principe d'intégrité à l'article 231-3 du Règlement général fait donc plutôt figure de rappel ; rappel d'autant plus nécessaire qu'en période d'offre, l'intégrité du marché est susceptible d'être malmenée.

En effet, et c'est là un autre motif qui justifie la mention du principe au sein de la réglementation, lorsqu'une offre est déposée, elle s'accompagne généralement d'une hausse significative du cours des titres visés. Il n'est donc pas rare que le dépôt d'une offre bouscule l'équilibre du marché et que certains acteurs accentuent encore le tumulte en usant de leur position d'initié, ou en faisant artificiellement varier à la hausse ou à la baisse les cours des valeurs concernées. Afin de rappeler la prohibition de ces comportements, la réglementation met alors opportunément en exergue l'obligation de respecter, dans le contexte particulier d'une offre, l'intégrité du marché²⁰³⁸.

Une dernière raison tient au droit européen. Dès les premières ébauches de la treizième directive destinée à régir les offres publiques d'acquisition, le législateur européen soulignait la nécessité de sauvegarder l'intégrité du marché en période d'offre. Dans la proposition modifiée du 26 septembre 1990, l'article 6 *bis* disposait qu'il revenait aux autorités de régulation de veiller à ce qu'« il ne se crée pas de faux marchés de titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre »²⁰³⁹. Reprise en février 1996²⁰⁴⁰, l'exigence fut précisée dans la proposition du 11 novembre 1997²⁰⁴¹. Elle figure aujourd'hui au sein de la version définitive de la directive OPA, qui invite les États à assurer

²⁰³⁷ Art. L.512-2, L.533-1 et L.533-11 Code mon. fin. ; art. 313-4, 314-3, 319-3, 321-100, 321-101 et 323-51 RG AMF.

²⁰³⁸ Dans le même sens v. F. PELTIER, « Règles de bonne conduite des OPA », *préc.*, p.23 ; D. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *préc.*, n°158.

²⁰³⁹ *Proposition modifiée de la treizième directive du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition*, JOCE 26 sept. 1990, n°C240, p.7.

²⁰⁴⁰ Art. 5 *Proposition modifiée de la treizième directive du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition du 7 févr. 1996*, JOCE 6 juin 1996, n°C162, p.5.

²⁰⁴¹ Art. 5 *Proposition modifiée de la treizième directive du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition du 11 nov. 1997*, JOCE 13 déc. 1997, n°C378, p.10.

l'intégrité du marché en luttant contre la publication d'informations trompeuses et les fluctuations artificielles de cours²⁰⁴². Le fait que l'exigence demeure au sein du texte européen est cependant difficile à expliquer²⁰⁴³. En effet, au moment de l'adoption de la directive OPA, la directive Abus de marché réprimait déjà les opérations d'initiés et les manipulations de marché sur le fondement de l'intégrité du marché. Si la redondance s'explique mal, cette insistance européenne permet néanmoins de comprendre pourquoi le respect de l'intégrité du marché est érigé en principe des offres par le droit français.

La persistance de la notion au sein de la réglementation des offres suffit-elle à l'élever au rang des principes propres aux offres publiques d'acquisition ? Tout mène à en douter.

§2. Le défaut d'originalité du principe en période d'offre

660. L'originalité des principes régissant les offres. À suivre la place que le Règlement général de l'AMF réserve à l'intégrité de marché, l'impératif, en plus de faire figure de principe général du droit financier, ferait également office de principe général du droit des offres. Éprouver cette affirmation implique de vérifier que cet impératif produit bien des conséquences originales lors du déroulement d'une offre. À défaut, il ne saurait être considéré comme spécifique à la réglementation des offres publiques. Le caractère original ou inédit d'un principe dépend du lien qu'il entretient avec la branche du droit au sein de laquelle il évolue. Un principe est propre à une matière donnée lorsqu'il n'existe qu'au sein de celle-ci, ou que, sans lui être propre, il y produit des conséquences singulières²⁰⁴⁴. Pour établir le lien qui unit le principe d'intégrité de marché et la réglementation des offres, une analyse des décisions qui font écho au principe dans le contexte d'une offre publique apparaît donc nécessaire. Une typologie des décisions rendues peut être dressée à partir des hypothèses où l'atteinte à l'intégrité de marché est considérée comme une circonstance aggravante d'un manquement, et les cas dans lesquels elle est envisagée de manière dérivée, après qu'un autre manquement ait été caractérisé.

661. L'atteinte à l'intégrité de marché comme circonstance aggravante d'un manquement. Sur un plan strictement quantitatif, l'atteinte à l'intégrité du marché est le plus souvent mentionnée en tant que circonstance aggravante, lorsque les autorités se prononcent sur des manquements commis dans le contexte d'une offre publique. Parce que le dépôt d'une

²⁰⁴² Art. 3 1° d) et 8 1° Dir. 2004/25/CE, *préc.*

²⁰⁴³ M. SNOUSSI, *Les principes directeurs du droit des offres publiques*, *op cit.*, n°171.

²⁰⁴⁴ V. *supra* n°43.

offre a souvent pour corollaire l'augmentation importante du cours des titres visés, la période qui sépare l'arrêt du projet d'offre de son dépôt officiel constitue le moment idéal pour que certains acteurs, informés avant le marché de la future opération, usent de leur position d'initiés pour réaliser de larges profits²⁰⁴⁵. Outre l'utilisation d'informations privilégiées, des manipulations de cours peuvent également voir le jour concomitamment ou postérieurement au déroulement d'une offre²⁰⁴⁶. Confrontées à ces comportements, les autorités rappellent leur contrariété à l'intégrité du marché²⁰⁴⁷. La mention de l'exigence d'intégrité joue alors un double rôle déjà mis en lumière : elle précise la finalité poursuivie par la répression des abus de marché et permet de souligner que ces manquements, parce qu'ils contribuent à fragiliser la viabilité du marché, revêtent une gravité particulière²⁰⁴⁸. S'il arrive à l'intégrité d'être mentionnée lorsque des manquements sont commis en rapport avec une offre, c'est donc pour rappeler que porter atteinte à l'intégrité du marché en ne respectant pas une disposition assurant la viabilité du marché constitue un comportement grave qui appelle une sanction exemplaire. Loin de faire produire des conséquences particulières au principe dans le contexte d'une offre, ces décisions rappellent seulement l'enjeu que représente son respect pour le bon fonctionnement du marché²⁰⁴⁹.

662. L'atteinte dérivée à l'intégrité du marché. Il arrive parfois que le principe d'intégrité soit mentionné par l'autorité de marché pour constater un manquement à son égard. En pratique toutefois, l'atteinte à l'intégrité de marché dérive toujours d'un manquement à une autre norme juridique, si bien que le principe ne produit aucun effet original en période d'offre. Si l'on excepte les hypothèses où l'autorité de régulation relève, à la marge, que l'intégrité du marché n'est pas en cause²⁰⁵⁰, quatre décisions se réfèrent au principe dans le contexte d'une offre. Il convient de se pencher sur chacune d'elles.

²⁰⁴⁵ Pour des illustrations v. A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°859.

²⁰⁴⁶ Pour une espèce où, à la suite d'une garantie de cours, un prestataire de service d'investissement s'est rendu coupable d'une manipulation de cours v. AMF, Com. Sanct., SAN-2008-17, 16 oct. 2006, *Mme. A, M. B, C et Sociétés X, Y et Z* ; *Banque et Droit* mars 2007, p.39, chron. H. De Vauplane et J.-P. Bornet.

²⁰⁴⁷ AMF, Com. Sanct., SAN-2012-01, 15 sept. 2011, *MA et Mlle B* ; CA Paris, n°2011/08526, 27 mars 2012 ; *Dr. Soc.* juill. 2012, comm. 126, not S. Torck ; CE, n°374224, 6 avr. 2016 ; *Dr. Soc.* juin 2016, comm. 107, note R. Vabres ; *Procédures* juill. 2016, comm. 242, note N. Chiffot.

²⁰⁴⁸ V. *supra* n°652 et n°653.

²⁰⁴⁹ À ce titre, l'intégrité se rapproche des principes directeurs des offres, dont l'importance est régulièrement rappelée par les autorités (*supra* n°116 et s., n°182 et s.). Le principe d'intégrité se distingue de ces principes à deux égards. Contrairement aux principes directeurs, il est doté d'une portée directe en droit financier (*supra* n°655) et n'encadre pas l'habilitation normative de l'AMF en matière d'offre publique (*supra* n°143 et n°210).

²⁰⁵⁰ CA Paris, n°2011/00690, 15 sept. 2011, *préc.* ; CA Paris, n°21/22517, 12 mai 2022, *préc.*

663. On trouve une première occurrence du principe d'intégrité dans un arrêt rendu le 30 mai 2000 dont il a déjà été fait mention²⁰⁵¹. Dans cette affaire, la Cour d'appel de Paris était appelée à se prononcer sur la recevabilité d'une offre de retrait alors que des procédures judiciaires initiées par des actionnaires minoritaires étaient toujours en cours. Pour déclarer le retrait irrecevable, les juges du fond relevèrent la contrariété du projet d'offre avec le principe d'égalité ainsi que l'impossibilité, pour l'initiateur, d'arrêter un juste prix respectant les exigences de la méthode multicritères²⁰⁵². Si ces motifs suffisaient à justifier la solution retenue, les juges du fond formulèrent toutefois une ultime remarque : « Considérant enfin qu'aucune pièce du dossier ne démontre que l'offre de retrait litigieuse est indispensable à la réalisation de l'objectif affiché par [l'initiateur] ; qu'ainsi, compte tenu du contexte ci-dessus analysé, [l'initiateur] ne justifie nullement de la légitimité de ses intentions au regard des principes d'égalité des actionnaires, de transparence et d'intégrité du marché, de loyauté dans les transactions imposées par l'article 33 de la loi du 2 juillet 1996 et par l'article 5-1-1 du Règlement Général du Conseil des marchés financiers ». Dans ce dernier considérant, une référence au principe d'intégrité du marché est opérée. Pourtant, aucune conséquence ne semble y être attachée. Deux éléments amènent à le penser. D'abord, le principe n'est pas visé seul, mais noyé dans la masse des principes généraux, ce qui ne permet ni de le doter d'un contenu propre ni de saisir le lien exact entre ce principe et le comportement reproché. Ensuite, la notion n'est évoquée qu'en tout état de cause, alors que la cour avait déjà caractérisé la contrariété du comportement à l'égalité de traitement, si bien que l'atteinte à l'intégrité du marché semblait simplement résulter du manquement à ce premier principe.

664. Une autre référence à l'intégrité du marché peut être trouvée dans le contentieux Sacyr Eiffage. Appelée à examiner le projet d'offre déposée par Sacyr, l'autorité de marché caractérisa l'existence d'un concert entre l'initiateur et d'autres actionnaires d'Eiffage. Les participations détenues par les concertistes dépassant le seuil du tiers du capital et des droits de vote de la société visée, l'autorité déclara l'offre volontaire irrecevable et demanda à l'initiateur de déposer un projet d'offre conforme aux dispositions régissant les offres publiques obligatoires²⁰⁵³. Si la caractérisation du concert suffisait à fonder la solution retenue, l'AMF releva néanmoins que les manœuvres réalisées étaient, « en tout état de cause », susceptibles de porter atteinte « à la transparence, à l'intégrité du marché, à la loyauté dans les transactions et la compétition, dans le cadre de l'offre publique examinée ». De nouveau, une atteinte à l'intégrité du marché fut donc caractérisée. Pourtant, comme dans l'affaire qui précède, l'atteinte n'est pas réellement démontrée et semble seulement dériver

²⁰⁵¹ CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *préc.*

²⁰⁵² V. *supra* n°493 et s.

²⁰⁵³ AMF, déc. n° 207C1202, 26 juin 2007, *préc.*

de l'action de concert non déclarée. L'exigence n'est d'ailleurs mentionnée qu'au milieu des autres principes généraux, et finira par disparaître en appel, les juges du fond n'ayant pas pris la peine de l'évoquer²⁰⁵⁴.

665. Une mention plus récente du principe d'intégrité figure dans un arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris le 22 avril 2021. Après avoir reproché à la société Prologue d'avoir manqué à l'égalité de traitement des actionnaires²⁰⁵⁵, la cour d'appel observa que la société contrevenante avait « sollicité les actionnaires de la société O2i, sans préciser aucune durée pour son offre publique, alors même qu'un délai de 25 jours de négociation doit être respecté en matière d'offre volontaire » et qu'en liant « les cours de ces deux sociétés sur une période d'environ six mois, sans offrir aux actionnaires aucune transparence ni prévisibilité et en méconnaissance des principes d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions, la société Prologue a méconnu les principes énoncés »²⁰⁵⁶. Une fois encore, la méconnaissance du principe d'intégrité du marché paraît dériver de l'atteinte aux autres règles régissant les offres. En effet, avant de s'aventurer sur le terrain de l'intégrité de marché, les juges du fond avaient déjà considéré que le comportement de Prologue heurtait l'égalité de traitement des actionnaires. De plus, si un second manquement aux principes généraux des offres pouvait être caractérisé, celui-ci se rattachait moins à l'intégrité du marché qu'au principe de loyauté, qui prohibe la duplicité dont avait fait preuve la société poursuivie²⁰⁵⁷. Il est évident que le comportement de Prologue a pu nuire à la sécurité et à la réputation de la place financière pendant près de 6 mois. Il faut néanmoins observer que cette atteinte à l'intégrité du marché résultait, par ricochet, du comportement déloyal de Prologue qui mit en œuvre une offre de fait en passant outre la déclaration d'irrecevabilité de l'AMF.

666. Contrastant avec les trois affaires qui précèdent, la décision de conformité rendue à l'occasion de l'offre publique sur les titres du Groupe Gascogne a pu laisser entendre qu'une conséquence inédite s'attachait au principe d'intégrité du marché lorsqu'il venait à être mobilisé en période d'offre. Comme la réglementation l'autorisait à l'époque, le Conseil des marchés financiers avait à connaître d'une offre publique déposée sans seuil de caducité. À la demande du Conseil, un seuil de renonciation fixé à 50 % du capital de la société visée fut toutefois ajouté au projet d'offre. Pour inciter l'initiateur à procéder à cet ajout, l'autorité remarqua que « l'insertion d'une condition d'obtention de la majorité du capital constituerait un gage de visibilité pour les actionnaires du Groupe Gascogne qui attesterait du respect des

²⁰⁵⁴ CA Paris, n°07/11675, 2 avr. 2008, *préc.*

²⁰⁵⁵ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°193.

²⁰⁵⁶ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°194.

²⁰⁵⁷ V. *supra* n°615, n°616 et n°617.

principes posés à l'article 5-1-1 du Règlement général, en particulier des principes de transparence et d'intégrité du marché »²⁰⁵⁸. Si le principe d'intégrité est encore mentionné au côté des autres principes, l'autorité paraît lui attribuer, pour la première fois, une portée inédite : il impliquerait d'introduire une condition d'obtention de la majorité du capital de la société visée chaque fois que le projet mené par l'initiateur n'offrirait pas suffisamment de visibilité aux actionnaires de la cible. Pourtant, il est difficile de saisir le rapport exact entre l'intégration d'un seuil de caducité à l'offre, simplement facultatif à l'époque, et la viabilité du marché. À la réflexion, la solution repose moins sur le respect de l'intégrité de marché que sur la volonté de protéger les actionnaires minoritaires, volonté que l'autorité a eu bien du mal à fonder juridiquement²⁰⁵⁹, ce qui expliquerait pourquoi l'argument fut noyé dans la masse des principes régissant les offres, tous mentionnés par l'autorité. Le droit positif accentue ce ressenti. Depuis 2014 en effet, ce n'est pas l'intégrité du marché, mais bien l'article L.433-1-2 du Code monétaire et financier qui pose un seuil de caducité automatique pour l'ensemble des offres publiques. Si l'intégrité du marché est évoquée dans la décision Gascogne, il est difficile de déduire de cette mention l'existence d'effets particuliers qui seraient attachés au principe.

667. L'absence d'originalité du principe en période d'offre. Devant les différents emplois du principe d'intégrité dans le contexte des offres, force est de constater qu'il ne déploie aucun effet inédit durant cette période. L'atteinte à l'intégrité du marché en période d'offre fait d'abord figure de circonstance aggravante. Si dans de rares contentieux, le principe est mobilisé en lui-même par la jurisprudence, il apparaît que les manquements à son égard dérivent toujours de la violation d'une autre règle ou d'un principe général.

Si cette observation s'impose en droit positif, un éminent spécialiste a suggéré que l'impératif d'intégrité pourrait, à l'avenir, permettre de s'opposer à un projet d'offre qui interviendrait peu après l'échec d'une première offre. L'intégrité du marché imposerait ainsi aux initiateurs un délai de décence interdisant de formuler une nouvelle offre peu de temps après un échec lorsque les raisons dudit échec demeurent²⁰⁶⁰. Si l'idée est séduisante, il reste que l'autorité de marché n'a jamais doté l'intégrité du marché d'une teneur propre en période d'offre, et qu'il est donc difficile de croire que cette exigence aboutisse un jour à imposer une certaine retenue aux initiateurs insatisfaits. En outre, l'étude du principe de loyauté a montré que si l'initiateur d'une offre avortée s'obstinait à obtenir le contrôle de la société

²⁰⁵⁸ CMF, déc. n°203C1508, 25 sept. 2003, *Groupe Gascogne* ; AMF, *Rapport annuel* 2003, p.72.

²⁰⁵⁹ Sur l'absence d'effet direct du principe directeur de protection, v. *supra* n°193 et s.

²⁰⁶⁰ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°906.

visée sans modifier son projet initial, son comportement pourrait être appréhendé sur le terrain de la loyauté²⁰⁶¹.

668. L'aménagement des règles assurant la protection de l'intégrité du marché. Si l'intégrité du marché ne produit pas d'effet inédit dans le contexte des offres, les règles chargées d'assurer la protection de cet impératif connaissent toutefois des aménagements. L'articulation de la réglementation des délits d'initiés avec les actes préparatoires aux offres en porte le témoignage. En pratique, le lancement d'une offre publique emporte un danger latent pour l'initiateur qui l'envisage : celui d'être initié de soi-même. Lorsque la probabilité d'une offre publique est suffisamment précise, elle constitue une information privilégiée, et devrait par conséquent générer une obligation d'abstention à la charge de celui qui en a connaissance²⁰⁶². L'initiateur d'une offre publique qui voudrait, préalablement à l'opération, procéder à un ramassage en bourse risquerait donc d'être condamné pour délit d'initié. Très tôt néanmoins, la jurisprudence est venue limiter ce risque en estimant que le ramassage de titres préalable à une offre publique est licite dès lors qu'il « correspond à l'objectif poursuivi de prendre progressivement une participation significative dans le capital de la société concernée par la prise de contrôle ou pour conforter une position face à une éventuelle offre concurrente »²⁰⁶³. La position du droit européen est identique. Le règlement MAR dispose en effet qu'une opération d'initiée ne saurait être caractérisée lorsqu'une personne qui prépare une offre publique d'acquisition utilise l'information privilégiée que constitue cette opération dans le seul but de la mener à bien²⁰⁶⁴. L'opération d'initié ne sera donc caractérisée qu'en présence d'un initiateur qui acquiert des titres afin de réaliser une économie sur le prix de sa future offre, ou d'un actionnaire qui procède à des achats de titres alors qu'il négocie dans le même temps la cession d'une participation qui conditionne la mise en œuvre d'un retrait obligatoire²⁰⁶⁵. La portée des règles qui assurent la protection de l'intégrité du marché est ainsi aménagée pour ne pas obstruer le bon déroulement des offres.

669. Conclusion de Section. Faute de revêtir un sens inédit en période d'offre, l'exigence d'intégrité du marché n'est pas propre à la matière et n'a pas sa place parmi les principes généraux des offres publiques. Elle constitue seulement une exigence permanente du droit financier qui s'adapte aux offres publiques, comme en témoigne l'articulation des actes préparatoires à ces opérations de marchés avec la réglementation des délits d'initiés.

²⁰⁶¹ V. *supra* n°618.

²⁰⁶² Art. 8 et 14 Règl. n°596/2014, *préc.*

²⁰⁶³ CA Paris, 15 nov. 1994, *Zodiac*, *Bull. Joly Bourse* janv. 1995, p.9, obs H. De Vauplane ; *Dr. Soc.* févr. 1995, p.10, obs. H. Hovasse.

²⁰⁶⁴ Art. 9 4° Règl. n°596/2014, *préc.*

²⁰⁶⁵ Com. Sanct., SAN-2014-03, 25 avr. 2014, *préc.*; CA Paris, n°2014/13986, 14 janv. 2016, *préc.*

670. Conclusion de Chapitre. L'intégrité du marché constitue un impératif majeur de la réglementation financière. Garant de la stabilité du système, l'impératif astreint chaque acteur à veiller à ce que son activité sur le marché ne nuise pas à la viabilité de celui-ci. Raison justifiante de plusieurs dispositifs qui encadrent les comportements sur le marché, l'atteinte à l'intégrité du marché est considérée comme une circonstance aggravante lors du prononcé d'une sanction administrative. Le respect de l'intégrité de marché revêt en outre la qualité de principe général du droit financier. Ainsi, son respect n'impose pas seulement de se conformer aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Il implique aussi de ne pas réaliser pas d'opérations susceptibles de porter atteinte à la sécurité ou à la réputation de la place financière. L'examen de ce principe à l'aune de la réglementation des offres montre néanmoins qu'il ne fait pas figure de principe général de cette branche du droit. Loin de revêtir un sens distinct de celui qu'il possède habituellement, le principe d'intégrité est systématiquement mentionné en marge du contentieux des offres, soit pour établir le caractère particulièrement grave d'un manquement, soit pour rappeler que de l'atteinte à une norme juridique dérive souvent une atteinte à l'intégrité du marché. En l'état, et malgré sa mention au sein de l'article 231-3 du Règlement général de l'AMF, l'intégrité du marché n'est pas un principe propre au droit des offres. Il n'en demeure pas moins que l'obligation de respecter l'intégrité du marché perdure en période d'offre. Dans ce contexte particulier, les règles qui assurent la protection de l'intégrité du marché peuvent alors être aménagées. L'encadrement juridique des actes préparatoires à une offre publique l'illustre.

CHAPITRE 2. LE RESPECT DE L'INTÉRÊT SOCIAL : PRINCIPE GÉNÉRAL DU DROIT DES SOCIÉTÉS

671. L'intérêt social et le droit des sociétés. En droit des sociétés, l'intérêt social fait figure d'impératif de conduite. La nécessité de se conformer à l'intérêt social permet d'orienter l'activité de la société, d'apprécier la validité des actes de gestion et la régularité des décisions sociales. L'intérêt social constitue à la fois une boussole et une lanterne. Boussole, l'intérêt social indique la marche à suivre et dirige l'action des organes sociaux²⁰⁶⁶ ; lanterne, il révèle les circonstances de conflits d'intérêts et permet de distinguer les comportements normaux de ceux pathologiques. L'importance du concept explique la littérature foisonnante qui l'entoure²⁰⁶⁷. Remis sur le devant de la scène par la loi PACTE du 22 mai 2019, l'intérêt social ne laisse pas d'intriguer²⁰⁶⁸. En effet, malgré la quantité des

²⁰⁶⁶ M. COZIAN, F. DEBOISSY, A. VIANDIER, *Droit des sociétés, op cit.*, n°659.

²⁰⁶⁷ V. not. G. SOUSI, *L'intérêt social dans le droit français des sociétés commerciales*, dir. J. Stoufflet, Lyon 3, 1974 ; J. SCHAPIRA, « L'intérêt social et le fonctionnement des sociétés anonymes », *RTD Com.* 1971, p.957 ; D. SCHMIDT, « De l'intérêt commun des associés », *préc.* ; « De l'intérêt social », *JCP E* 1995, I, 488 ; A. COURET, « L'intérêt social », *Cah. dr. entr.* 1996/4, p.1 ; J.-P. BERTREL, « La position de la doctrine sur l'intérêt social », *Dr. & patr.* avr. 1997, p.42 ; A. PIROVANO, « La boussole de l'intérêt social - Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? », *D.*1997, chron., p.189 ; Ph. BISSARA, « L'intérêt social », *Rev. Soc.* 1999, p.5 ; C. BAILLY-MASSON, « L'intérêt social, une notion fondamentale », *LPA* 9 nov. 2000, p.6 ; A. CONSTANTIN, « L'intérêt social : quel intérêt ? » in *étude offerte à Bertrand Mercadal*, F. Lefebvre, 2002, p.315 ; G. GOFFAUX-CALLEBAUT, « La définition de l'intérêt social », *RTD Com.* 2004, p.35 ; D. MARTIN, « L'intérêt des actionnaires se confond-il avec l'intérêt social ? » in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, LGDJ, 2005, p.359 ; S. ROUSSEAU, I. TCHOTOURIAN, « L'intérêt social en droit des sociétés », *Rev. Soc.* 2009, p.735 ; D. MARTIN, G. BUGE, « L'intérêt social dans le contentieux des ordonnances sur requête, en référé et en la forme des référés », *RTD Com.* 2010, p.481 ; D. PORACCHIA, D. MARTIN, « Regard sur l'intérêt social », *Rev. Soc.* 2012, p.475 ; M. GERMAIN, « Sur une jurisprudence de l'intérêt social », in *Mélanges en l'honneur de Paul Le Cannu*, LGDJ, 2014, p.289.

²⁰⁶⁸ A. COURET, « Faut-il réécrire les articles 1833 et 1835 du Code civil ? », *D.*2017, p.222 ; J. HEINICH, « Intérêt propre, intérêt supérieur, intérêt social », *Rev. Soc.* 2018, p.568 ; F.-X. LUCAS, « L'inopportune réforme du Code civil par la loi PACTE », *Bull. Joly Soc.* sept. 2018, p.477 ; Th. MASSART, « Réforme des articles 1833 et 1835 du Code civil : l'équilibre entre performance financière et extra-financière des sociétés », *Gaz. Pal.* 18 déc. 2018, p.3070 ; J. PAILLUSSEAU, « Entreprise et société. Quels rapports ? Quelle réforme ? », *D.*2018, p.1395 ; A. TADROS, « Regard critique sur l'intérêt social et la raison d'être de la société dans le projet de loi PACTE », *D.*2018, p.1765 ; A. ARANDA VASQUEZ, « Quelques remarques sur le gouvernement d'entreprise à l'aune du nouveau Code Afep-Medef et du projet de loi PACTE », *LPA* 21 août 2018, p.5 ; D. GALLOIS-COCHET, M. LAROCHE, « Projet PACTE, quel impact ? », *Gaz. Pal.* 3 avr. 2018, p.42 ; P.-H. CONAC, « La société et l'intérêt collectif : la France seule au monde ? », *Rev. Soc.* 2018, p.558 ; J.-J. DAIGRE, « Loi PACTE : ni excès d'honneur, ni excès d'indignité », *Bull. Joly Soc.* oct. 2018, p.541 ; M. ROUSSILLE, « Projet de loi PACTE : quel impact ? – Réflexion sur la consécration de l'intérêt social et de la raison d'être de la société », *Dr. Soc.* août 2018, ét. 10 ; D. SCHMIDT, « La loi PACTE et l'intérêt social », *D.*2019, p.633 ; « Loi PACTE : l'intérêt social », *JCP E* juin 2019, 1318 ; D. PORACCHIA, « De l'intérêt social à la raison d'être des sociétés », *Bull. Joly Soc.* juin 2019, p.40 ; H. Le NABASQUE, « À propos de la réforme de l'article 1833 du Code civil », *Bull. Joly Soc.* sept. 2019, p.1 ; P.-H. CONAC, « L'article 1833 et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise », *Rev. Soc.* 2019, p.570 ; M. TIREL, « La réforme de l'intérêt social et la 'ponctuation signifiante' », *D.*2019, p.2317 ; J. MESTRE, « Intérêt social » *RLDC* 2019/174, p.27 ; S. SCHILLER, « Les conséquences de la nouvelle rédaction des articles 1833 et 1835 du Code civil sur l'ingénierie sociétaire », *JCP N* janv. 2020, 1034 ; J. PAILLUSSEAU, « La mutation de la notion de société et l'intérêt social », *Rev. Soc.* 2020, p.523 ; V. MARTINEAU-BOURGNINAUD, « La mutation de l'intérêt social ou l'entreprise déboussolée », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.55 ; F.-X. LUCAS, D. PORACCHIA, « La prise en considération des enjeux sociaux et environnementaux de l'activité de la société », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.89 ; Q. URBAN, « La réforme des articles 1833 et 1835 du code civil par la loi Pacte ; beaucoup de bruit pour rien ? », in *Mélanges en l'honneur de Michel Storck*, Dalloz 2021, p.773.

travaux qui y sont consacrés, le contenu de l'intérêt social demeure difficile à saisir, à un point tel qu'il est parfois décrit comme « l'un des mots-pièges les plus fameux du droit des sociétés »²⁰⁶⁹. Nonobstant son caractère nébuleux, nombreux sont les auteurs à voir dans le respect de l'intérêt social une norme fondamentale²⁰⁷⁰, une exigence universelle²⁰⁷¹, un impératif catégorique²⁰⁷², ou un principe général du droit des sociétés²⁰⁷³.

672. L'intérêt social et le droit des offres. La tendance n'est pas différente en droit des offres. En 1989, le Règlement général de la COB disposait déjà qu'en période d'offre, initiateur et société visée étaient tenus de s'assurer que leurs actes, décisions et déclarations n'avaient pas pour effet de compromettre leur intérêt social²⁰⁷⁴. Si toute référence à cet impératif disparaît dans le règlement n° 02-04 de la COB, la notion fait de nouveau son apparition à l'occasion de la Loi Florange. Modifié par la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014, l'article L.233-32 I du Code de commerce dispose que « Pendant la période d'offre publique [...], le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance de la société visée, peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société ». Adaptant son Règlement général à la suite de cette loi, l'AMF généralisa l'exigence. L'article 231-7 dispose ainsi que « Pendant la période d'offre publique, l'initiateur et la société visée s'assurent que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées ». Insérée au sein du Règlement général par un arrêté du 27 juin 2014²⁰⁷⁵, cette exigence figure dans une sous-section intitulée « principes généraux ». La tentation est alors grande d'inclure, sans autre forme de discussion, le respect de l'intérêt social dans le champ d'étude des principes généraux des offres publiques. L'étude de la jurisprudence relative au principe d'intégrité de marché a toutefois démontré qu'il convenait de ne pas céder trop vite aux apparences²⁰⁷⁶.

²⁰⁶⁹ Th. FAVARIO, « L'intérêt social, reflet d'une éthique libérale », *Cah. dr. entr* mars 2013, p.48 ; Adde D. MARTIN, G. BUGE, « L'intérêt social dans le contentieux des ordonnances sur requête, en référé et en la forme des référés », *préc.*, n°6, qui qualifient la définition de l'intérêt social « d'arlésienne du droit des sociétés ».

²⁰⁷⁰ Th. FAVARIO, « L'intérêt social, reflet d'une éthique libérale », *préc.*, p.48 ; C. BAILLY-MASSON, « L'intérêt social, une notion fondamentale », *préc.*

²⁰⁷¹ A. COURET, « Le désintérêt social », in *Mélanges en l'honneur de Pierre Bézard*, LGDJ, 2002, p.63, *spéc.* n°3.

²⁰⁷² A. COURET, « L'intérêt social », *préc.*, n°11 ; A. CONSTANTIN, « L'intérêt social : quel intérêt ? », *op cit.*, n°13.

²⁰⁷³ V. *infra* n°683.

²⁰⁷⁴ Art. 3 anc. Règl. COB n°89-03.

²⁰⁷⁵ Arr. 27 juin 2014, JO n°0149, 29 juin 2014, p.10791.

²⁰⁷⁶ V. *supra* n°657 et s.

673. Annonce. Vérifier que le respect de l'intérêt social mérite sa qualification de principe général des offres et ne constitue pas qu'un simple doublon de l'exigence qui a cours en droit des sociétés implique d'analyser les conséquences que l'impératif produit en droit des sociétés (**Section 1**), puis dans le contexte particulier d'une offre (**Section 2**).

Section 1. L'intérêt social et le droit des sociétés

674. Annonce. Le respect de l'intérêt social est au cœur du droit des sociétés. Si, dans cette branche du droit, sa qualité de principe général ne prête pas à discussion (§2), sa teneur exacte est quant à elle plus délicate à appréhender (§1).

§1. La teneur de l'intérêt social

675. L'absence de définition de l'intérêt social. Faute d'avoir été, dès le départ, précisée par le législateur, la définition de l'intérêt social a toujours fait l'objet de dissensions doctrinales. L'intérêt social oriente la politique menée par la société. Il constitue en conséquence l'outil parfait pour implémenter, au sein du monde juridique, des théories comme celles du gouvernement d'entreprise, de l'investissement responsable ou de la responsabilité sociale et environnementale²⁰⁷⁷. On comprend alors que puisse exister, en fonction de l'objectif poursuivi, autant de définitions de l'intérêt social que de travaux ayant tâché de le définir. Il est néanmoins possible de dégager trois grands courants doctrinaux.

676. Les principales conceptions doctrinales. Selon une première conception, qui repose sur une approche contractuelle de la société, l'intérêt de la société se confondrait avec celui de ses associés²⁰⁷⁸. Fondée sur une lecture littérale du premier alinéa de l'article 1833 du Code civil, cette approche doctrinale conçoit l'intérêt social comme un intérêt limité à celui des associés, intérêt qui se définirait par référence à la finalité du contrat de société prévu à l'article 1832 du Code civil, à savoir l'enrichissement de tous par la réalisation de l'objet social.

²⁰⁷⁷ S. ROUSSEAU, I. TCHOTOURIAN, « L'intérêt social en droit des sociétés », *préc.*, n°1.

²⁰⁷⁸ D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, *op. cit.*, n°81 et s., « De l'intérêt commun des associés », *préc.* ; « De l'intérêt social », *préc.* ; G. SOUSI, *L'intérêt social dans le droit français des sociétés commerciales*, *op. cit.*, n°296 ; D. PORACCHIA, D. MARTIN, « Regard sur l'intérêt social », *préc.*, n°9.

D'autres auteurs, qui prennent appui sur la théorie de l'institution d'Hauriou, présentent l'intérêt social comme l'intérêt autonome de la société²⁰⁷⁹. À suivre cette position, la société serait une organisation finalisée, ayant pour objectif de servir un but propre, distinct de celui qui guide les individus qui composent cette organisation. L'intérêt social serait un intérêt intermédiaire, différent de celui de l'État ou des associés.

Suivant une vision plus fonctionnelle de la société, un dernier courant rapproche l'intérêt social de l'intérêt de l'entreprise. Cette conception, principalement défendue par les tenants de l'École de Rennes²⁰⁸⁰, voit le contrat de société comme la coquille juridique de l'entreprise. Parce qu'une entreprise économique est traversée par une multitude d'intérêts, comme ceux des apporteurs de capitaux, des salariés, des créanciers, des partenaires commerciaux ou encore de l'État, l'intérêt social opérerait la synthèse de ces différents intérêts. L'intérêt social est alors celui de l'entreprise qu'exploite la société. Vecteur d'intérêts catégoriels parfois divergents, l'intérêt social assurerait la convergence de ces intérêts vers un même point : celui de la pérennité de l'entreprise.

677. Les projets de définition législative. La première tentative de définition officielle de l'intérêt social remonte à 1995 et au rapport Viénot qui estimait que l'intérêt social devait être compris « comme l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise »²⁰⁸¹. Inspirés par cette approche, l'AFEP et le MEDEF employèrent, à partir de 2013, l'expression « d'intérêt social de l'entreprise » au sein de leur code de gouvernement d'entreprise²⁰⁸². Suivant la même direction, le projet de loi pour la croissance et l'activité présenté en décembre 2014 souhaite

²⁰⁷⁹ E. GAILLARD, *La théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, Imprimerie des Missions Africaines, 1932, p.37 et s. ; F. De SOLA CANIZARÈS, « Le caractère institutionnel de la Société de capitaux », *Rev. Soc.* 1950, p.351 ; J. LEBLOND, « Les pouvoirs respectifs de l'Assemblée générale, du Conseil d'administration, du Président directeur général et du Directeur général adjoint dans la doctrine institutionnelle », *Gaz. Pal.* 1957, doct., I, p.29.

²⁰⁸⁰ V. not. J. PAILLUSSEAU, *La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise*, préf. Y. Loussouarn, Sirey, 1967, p.200 ; « Les fondements du droit moderne des sociétés », *JCP E* 1995, I, 488 ; « Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ? », *D.*1999, chron., p.157.

²⁰⁸¹ Comité Viénot, *Rapport sur le conseil d'administration des sociétés cotées*, prés. M. Viénot, juill. 1995, p.9.

²⁰⁸² Art. 1.1, 6.2, 7.3, 20, 23.2 Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, Afep-Medef, 2013. Depuis 2018, le code ajoute que le conseil d'administration doit s'attacher « à promouvoir la création de valeur par l'entreprise à long terme en considérant les enjeux sociaux et environnementaux de ses activités » (Art. 1-1 Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, Afep-Medef, 2022. Sur cette modification v. C. COUPET, « Révision du code Afep-Medef », *Dr. Soc.* oct. 2018, comm. 167 ; B. FAGES, « Synthèse des réponses à la consultation publique du 26 février 2018 relative à la révision du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », 26 juin 2018, p.5).

aligner l'intérêt de la société sur « l'intérêt général économique, social et environnemental »²⁰⁸³. L'idée fut finalement abandonnée lors de l'adoption du texte. Une tribune publiée dans la presse à la fin de l'année 2016 proposa néanmoins de modifier l'article 1833 du Code civil afin que l'intérêt social agrège « l'intérêt commun des associés et des tiers prenant part, en qualité de salariés, de collaborateurs, de donneurs de crédit, de fournisseurs, de clients ou autrement, au développement de l'entreprise qui doit être réalisé dans des conditions compatibles avec l'accroissement ou la préservation de biens communs »²⁰⁸⁴. Si la proposition empruntait beaucoup à la doctrine de l'entreprise, elle était cependant teintée d'une approche sociétale absente de la pensée de l'École de Rennes.

Peu de temps après cette tribune, Madame Nicole Notat et Monsieur Jean-Dominique Sénard se virent confier le soin de rédiger un rapport consacré à « l'entreprise, objet d'intérêt collectif ». Adressé le 9 mars 2018 aux ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, du Travail et de l'Économie, le rapport propose d'ajouter un nouvel alinéa à l'article 1833 du Code civil ainsi rédigé : « La société doit être gérée dans son intérêt propre, en considérant les enjeux sociaux et environnementaux de son activité²⁰⁸⁵ ». La formule fut partiellement reprise à l'article 61 du projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises. Cette disposition visait à ajouter à l'article 1833 du Code civil un second alinéa ainsi rédigé : « La société est gérée dans son intérêt social et en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ».

Cette précision ne venait toutefois pas bousculer l'état du droit positif. Au contraire, celle-ci se contentait d'intégrer dans le droit commun des sociétés le concept connu d'intérêt social, tout en laissant la jurisprudence libre d'en dresser les contours²⁰⁸⁶. Dans son avis sur le projet de loi, Le Conseil d'État releva d'ailleurs que « l'inscription dans le Code civil de la notion "d'intérêt social" [avait] uniquement pour objet de consacrer par la loi la jurisprudence de la Cour de cassation qui entend préserver l'intérêt fondamental de la société considérée comme personne morale, indépendamment de l'intérêt des associés »²⁰⁸⁷. Si le dispositif obligeait à prendre en considération les enjeux sociaux et environnementaux, le Conseil observait que ces enjeux ne se trouvaient pas directement incorporés à l'intérêt de la société. Disjoints de

²⁰⁸³ Art. 83 *Projet de loi pour la croissance et l'activité*, déc. 2014.

²⁰⁸⁴ « Plaidoyer en faveur d'une 'économie de marché responsable' », *Le Monde*, 17 nov. 2016. Sur cette proposition v. A. COURET, « Faut-il réécrire les articles 1832 et 1833 du code civil ? », *préc.*

²⁰⁸⁵ N. NOTAT, J.-D. SENARD, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, 9 mars 2018, p.6.

²⁰⁸⁶ F.-X. LUCAS, « L'inopportune réforme du Code civil par la loi PACTE », *préc.*, p.477 ; Th. MASSART, « Réforme des articles 1833 et 1835 du Code civil : l'équilibre entre performance financière et extra-financière des sociétés, » *préc.*, p.3073.

²⁰⁸⁷ CE, avis n°394.599 et 395.021, *sur le projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises*, 14 juin 2018, n°98.

l'intérêt social par la conjonction de coordination « et », ils ne constituaient pas une nouvelle composante extrapatrimoniale de celui-ci.

À la suite de l'avis du Conseil d'État, un amendement parlementaire, dit de « ponctuation signifiante » fut déposé le 3 septembre 2018²⁰⁸⁸. L'amendement visait à remplacer, au sein du futur alinéa 2 de l'article 1833 du Code civil, la conjonction « et » par une virgule. L'objectif poursuivi était clair : il s'agissait de reconnecter les enjeux sociaux et environnementaux à l'intérêt social en les intégrant à la notion²⁰⁸⁹.

678. Le nouvel alinéa 2 de l'article 1833 du Code civil. L'amendement ayant été adopté, l'alinéa 2 de l'article 1833 du Code civil issu de la loi Pacte du 22 mai 2019 dispose dorénavant que : « La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ». Le texte consacre ainsi une conception élargie de l'intérêt social²⁰⁹⁰. Malgré ce qui continue parfois à être affirmé, l'intérêt social en droit commun des sociétés internalise désormais les enjeux sociaux et environnementaux²⁰⁹¹. Si la portée réelle de cette modification reste très largement dépendante de l'interprétation qui en sera faite par les juridictions, il reste indiscutable que cette démarche, fortement inspirée par la doctrine de l'entreprise, la *stakeholders theory* et la responsabilité sociale et environnementale, tend à inscrire la société dans un ensemble plus vaste, à lui faire jouer un rôle social qui ne serait pas incompatible avec les enseignements de la pensée libérale²⁰⁹². En faisant des enjeux sociaux et environnementaux une composante de l'intérêt social, la démarche conduit à considérer que l'intérêt de la société ne réside plus seulement dans sa prospérité, mais implique également de prendre en considération des attentes sociales et environnementales qui dépassent la seule sphère financière²⁰⁹³. L'article 1833 constitue ainsi le prolongement d'un mouvement, initié de longue date et

²⁰⁸⁸ C. DUBOST, R. LESCURE, *Amendement A.N n°1477*, 3 sept. 2018.

²⁰⁸⁹ R. LESCURE, *Rapport A.N n°1237*, 15 sept. 2018, p.32.

²⁰⁹⁰ Comme a pu le noter l'une des députés à l'origine de l'amendement : « une seule virgule emporte tant de conséquences ! » (C. DUBOST, *JO A.N*, 26 sept. 2018, p.8976).

²⁰⁹¹ P.-H. CONAC, « L'article 1833 et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise », *préc.*, n°10 ; M. TIREL, « La réforme de l'intérêt social et la 'ponctuation signifiante' », *préc.*, p.2318-2319 ; J. PAILLUSSEAU, « La mutation de la notion de société et l'intérêt social », *préc.*, n°30-31 ; HCJP, *Rapport sur la responsabilité des sociétés et de leurs dirigeants en matière sociale et environnementale, et examen des conséquences juridiques associées aux modifications apportées aux articles 1833 et 1835 du code civil*, prés. D. Martin, 19 juin 2020, n°74 ; V. MAGNIER, Y. PACLOT, « Le clair-obscur de la loi PACTE : vers un nouveau paradigme de la gouvernance », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret, op cit.*, p.121 et s., *spéc.* p.126 ; I. URBAIN-PARLÉANI, « Les sociétés saisies par la vertu ? » in *Mélanges en l'honneur de Gilbert Parleani*, IRJS, 2021, p.543, *spéc.* n°18 et s.

²⁰⁹² F.-G. TREBULLE, « Stakeholders Theory et droit des sociétés Partie 1 », *Bull. Joly Soc.* déc. 2006, p.1337 ; « Stakeholders Theory et droit des sociétés Partie 2 », *Bull. Joly Soc.* janv. 2007, p.7 ; V. MERCIER, « Le rôle des parties prenantes dans l'évolution du droit des sociétés », *Bull. Joly Soc.* nov. 2019, p.44.

²⁰⁹³ Sur les conséquences de ce changement de paradigme v. M. TIREL, « L'intérêt social, changement de modèle normatif », *APD* 2020, p.537, *spéc.* n°11 et s.

destiné à responsabiliser les entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société²⁰⁹⁴.

679. La modification des articles L.225-35 et L.225-64 du Code de commerce. Plus récemment encore, la loi du 2 mars 2022 est venue modifier les règles relatives aux pouvoirs du conseil d'administration et du directoire de toutes les sociétés anonymes²⁰⁹⁵. Par la retouche des articles L.225-35 et L.225-64 du Code de commerce que cette loi opère, les conseils d'administration et directoires sont dorénavant tenus de déterminer les orientations de l'activité de leur société « en considérant les enjeux sociaux, environnementaux, culturels et sportifs de son activité ». Outre l'élargissement du spectre des enjeux auquel le texte procède, puisque les considérations culturelles et sportives s'ajoutent désormais à celles sociales et environnementales, la nouvelle obligation apparaît également plus contraignante que celle posée par la loi Pacte. En effet, alors que l'ancien texte imposait aux organes de « prendre en considération » les enjeux sociaux et environnementaux, la disposition nouvelle leur impose de « considérer » ces enjeux. Loin d'être neutre, cette substitution de formule implique un degré supplémentaire dans l'obligation à laquelle se trouvent assujettis les conseils d'administration et directoires des sociétés anonymes²⁰⁹⁶, comme le relevait le Conseil d'État dans son avis sur le projet de loi Pacte²⁰⁹⁷. Si l'amendement sénatorial à l'origine de cette nouvelle disposition est le fruit d'un hasardeux mélange entre intérêt social et raison d'être²⁰⁹⁸, il reste qu'il conduit, en droit positif, à intégrer le sport et la culture au sein de l'intérêt social des sociétés anonymes. Les nouveaux textes, tout en laissant sans réponse un certain nombre d'interrogations²⁰⁹⁹, constituent donc une nouvelle preuve du large champ que l'intérêt social est susceptible de recouvrir.

²⁰⁹⁴ I. URBAIN PARLÉANI, « Les sociétés saisies par la vertu ? » *op cit.*, p.543 ; M. TIREL, « Prendre le droit de la RSE au sérieux », *Bull. Joly Soc.* nov. 2022, p.41.

²⁰⁹⁵ Art. 6 loi n°2022-296 du 2 mars 2022 *visant à démocratiser le sport en France*, JO n°0052, 3 mars 2022.

²⁰⁹⁶ A. COURET, « L'obligation pour les SA de prendre en considération les enjeux culturels et sportifs de leur activité », *JCP E* mars 2022, act. 286, *spéc.* p.10 ; B. DONDÉRO, « La dure loi du sport... », *Bull. Joly Soc.* avr. 2022, p.4, *spéc.* n°11.

²⁰⁹⁷ CE, avis n°394.599 et 395.021, *préc.*, n°102.

²⁰⁹⁸ A. COURET, « L'obligation pour les SA de prendre en considération les enjeux culturels et sportifs de leur activité », *préc.* p.9 ; B. DONDÉRO, « La dure loi du sport... », *préc.*, n°5.

²⁰⁹⁹ A. LYON CAEN, « Fadeur législative », *RDT* 2022, p.201 ; B. DONDÉRO, « La dure loi du sport... », *préc.*, n°12.

§2. La qualité de principe général du droit des sociétés de l'intérêt social

680. Les fonctions attachées à l'intérêt social. Si sa définition a pu donner lieu à débat, les fonctions attachées à l'intérêt social sont, elles, bien connues. Évoqué dans le cadre du fonctionnement de la société civile²¹⁰⁰, de la société en nom collectif²¹⁰¹ et des sociétés à responsabilité limitée²¹⁰², le respect de l'intérêt social vise à garantir la bonne marche sociale. L'intérêt social se conçoit comme un pôle de sécurité, pôle qui assure le correct fonctionnement de la société en encadrant les pouvoirs de la gérance. C'est ainsi que doit être compris le nouvel alinéa 2 de l'article 1833 du Code civil.

Très tôt néanmoins, la nécessité de se conformer à l'intérêt social est devenue, en dehors des prévisions de la loi, le principal fondement de l'intervention judiciaire dans la vie sociétaire²¹⁰³. Par son biais, le juge apprécie l'existence d'un juste motif de révocation des dirigeants sociaux²¹⁰⁴, la validité d'un coup d'accordéon²¹⁰⁵, la nécessité de nommer un

²¹⁰⁰ Art. 1848 Code civ.

²¹⁰¹ Art L.221-4 Code com.

²¹⁰² Art. L.223-18, L.225-35, L.225-64, L.241-3 et L.242-6 Code com.

²¹⁰³ J. MESTRE, W. CHAIEHLOUJ, J. HEINICH, S. LACROIX-De SOUSA, M. LAROCHE, G. LOUSTALET, A.-S. MESTRE-CHAMI, P.-L. PERIN, D. VELARDOCCIO, *Lamy sociétés commerciales*, Wolters Kluwer 2023, n°1619. V. égal. M. TIREL, « Le nouvel intérêt social, un changement de modèle normatif », *préc.*, n°3, qui qualifie l'intérêt social de « norme de gestion qui transcende l'ensemble du droit des sociétés ».

²¹⁰⁴ Cass. Com., n°91-14693, 4 mai 1993 ; *Bull. Joly Soc.* juill. 1993, p.769, note R. Baillod ; *Rev. Soc.* 1993, p.800, note P. Didier ; Cass. Com., n°13-27.967, 10 févr. 2015 ; *Rev. Soc.* 2015, p.371, note A. Viandier ; Cass. Com., n°17-11103, 14 nov. 2018 ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2019, p.18, note Th. de Ravel D'esclapon ; *RTD Com.* 2019, p.169, note J. Moury ; *Rev. Soc.* 2019, p.401, note D. Schmidt ; *Dr. Soc.* févr. 2019, comm. 25, note J. Heinich ; Cass. Civ. 3^{ème}, n°18-16.861, 27 juin 2019 ; *Gaz. Pal.* 12 nov. 2019, p.73, note R. Conseil ; *Gaz. Pal.* 17 déc. 2019, p.76, note E. Casimir ; *Bull. Joly Soc.* déc. 2019, p.22, note J. Heinich ; Cass. Com., n°20-16.168, 30 mars 2022 ; *Bull. Joly Soc.* mai 2022, p.23, note J.-F. Barbièri ; *Dr. Soc.* nov. 2022, comm. 121, note J.-F. Hamelin ; *Gaz. Pal.* 21 juin 2022, p.62, note C. Mayran.

²¹⁰⁵ Cass. Com., n°91-21.364, 17 mai 1994 ; *Rev. Soc.* 1994, p.485, note S. Dana-Demaret ; *Bull. Joly Soc.* juill. 1994, p.816, note J.-J. Daigre ; Cass. Com., n°98-10.236, 10 oct. 2000 ; *JCP E* janv. 2001, p.85, note A. Viandier ; *Dr. Soc.* févr. 2001, p.10, comm. Th. Bonneau ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2001, p.181, note P. Scholer ; Cass. Com., n°99-11.999, 18 juin 2002 ; *JCP G* 2002, n°47, p.2082, note H. Hovasse ; *JCP E* 2002, n°43, p.1728, note A. Viandier ; *Bull. Joly Bourse* nov. 2002, p.621, note S. Sylvestre ; *Dr. Soc.* avr. 2003, comm. 72, note J.-P. Legros ; Cass. Com., n°14-27.052, 11 janv. 2017 ; *Gaz. Pal.* 20 juin 2017, p.77, note J.-M. Moulin ; *Bull. Joly Soc.* juin 2017, p.379, note S. Sylvestre ; *Rev. Soc.* 2017, p.294, note D. Schmidt ; *JCP E* 2017, n°15, p.28, note R. Mortier ; *Dr. Soc.* avr. 2017, p.43, note C. Coupet ; Cass. Com., n°17-18.785, 7 mai 2019 ; *Gaz. Pal.* 24 sept. 2019, p.44, note M. Stoclet ; *Dr. Soc.* août-sept. 2019, p.15, note R. Mortier.

administrateur provisoire²¹⁰⁶, de faire convoquer l'assemblée générale par un mandataire²¹⁰⁷ ou un commissaire aux comptes²¹⁰⁸, de caractériser un abus de majorité²¹⁰⁹, ou encore d'ordonner une expertise de gestion²¹¹⁰. L'intérêt social est également pris en compte pour apprécier la validité des conventions de vote. Alors que les articles L.233-3 I 2° et L.631-19-2 du Code de commerce ne conditionnent la validité que de certaines conventions de vote à leur absence de contrariété à l'intérêt social, la jurisprudence subordonne la validité de toute convention de vote à plusieurs conditions au sein desquelles figurent le respect de l'intérêt social²¹¹¹. Enfin, les juges utilisent l'intérêt social pour apprécier la validité des garanties octroyées par une société à responsabilité illimitée aux fins de garantir la dette d'un tiers. Selon la Cour de cassation, et au regret d'une partie de la doctrine²¹¹², ces garanties doivent respecter l'intérêt social de la société garante sous peine de nullité²¹¹³. Une jurisprudence

²¹⁰⁶ Cass. Com., n°87-19.369, 17 oct. 1989 ; *Rev. Soc.* 1990, p.30, note Y. Chartier ; CA Paris, n°2002/15149, 29 nov. 2002, *Sté Epindus* ; *Bull. Joly Soc.* mai 2003, p.554, note P. Scholer ; CA Paris, n°2002/19498, 4 déc. 2002, *Sté Mediareseaux* ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2003, p.416, note P. Le Cannu.

²¹⁰⁷ CA Paris, 10 avr. 1989 ; *Rev. Soc.* 1989, p.485, note Th. Forschbach ; Cass. Com., n°89-14.092, 19 juin 1990 ; *Rev. Soc.* 1990, p.621, note J.-P. Sortais ; *RTD Com.* 1991, p.58, p.70 et p.401, obs. C. Champaud ; *Bull. Joly Soc.* oct. 1990, p.881, note P. Le Cannu ; CA Paris, n°20/14832, 17 déc. 2020 ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2021, p.48, note D. Schmidt ; Cass. Com., n°18-24.853, 13 janv. 2021 ; *Bull. Joly Soc.* mars 2021, p.17, note M. Storck ; *JCP G* 6 avr. 2021, act. 375, note B. Lecourt ; *Rev. Soc.* 2021, p.248, note A. Viandier ; *Dr. Soc.* mai 2021, comm. 61, note J.-F. Hamelin ; *JCP E* 9 sept. 2021, 1404, note B. Dondero ; *Gaz. Pal.* 15 juin 2021, p.74, note M. Buchberger ; Cass. Com., n°20-12.307, 15 déc. 2021 ; *Rev. Soc.* 2022, p.159, note A. Viandier ; *Dr. Soc.* févr. 2022, comm. 16, note J.-F. Hamelin ; *JCP G* 14 fév. 2022, act. 212, note K. Lafaurie ; *Bull. Joly Soc.* mars 2022, p.22, note J. Heinich ; *Bull. Joly Bourse* mars 2022, p.38, note D. Schmidt ; *Gaz. Pal.* 15 mars 2022, p.64, note M. Buchberger ; *JCP E* 21 avr. 2022, 1164, note B. Dondero.

²¹⁰⁸ CA Paris, 22 févr. 1980 ; *Rev. Soc.* 1980, p.489, note Y. Guyon.

²¹⁰⁹ Cass. Com., 59-11.394, 18 avr. 1961, *préc.* ; Cass. Com., n°89-15.725, 22 janv. 1991, *préc.* ; Cass. Com., n°93-10.934, 4 oct. 1994 ; *Defrénois* 1995, p.251, obs. P. Le Cannu ; *Dr. Soc.* déc. 1994, comm. 207, note H. Le Nabasque ; Cass. Com., n°01-16.581, 30 nov. 2004, *préc.*

²¹¹⁰ Cass. Com., n°86-13.644, 15 juill. 1987 ; Cass. Com., n°96-11.988, 10 fév. 1998 ; *Rev. dr. banc. bourse* sept.-oct. 1998, p.181, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Dr. Soc.* avr. 1998, p.13, note D. Vidal ; *RTD Com.* 1998, p.348, obs. C. Champaud et D. Danet ; *ibid.* p.370, obs. B. Petit et Y. Reinhard ; *JCP E* avr. 1999, p.771, obs. D. Gibirila ; *Bull. Joly Soc.* mai 1998, p.468, note M. Menjuçq ; Cass. Com., n°10-27.562, 17 janv. 2012 ; *Dr. Soc.* juin 2012, comm. 105, note M. Roussille ; *RTD Com.* 2012, p.144, obs. P. Le Cannu et B. Dondero.

²¹¹¹ CA Paris, 30 juin 1995 ; *JCP E* 1996, I, 795, note J.-J. Daigre ; Cass. Com., n°00-11.692, 7 janv. 2004 ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2004, p.544, note P. Le Cannu.

²¹¹² M. BUCHBERGER, « Pour un abandon de l'intérêt social comme condition de validité des contrats conclus par la société », *Rev. Soc.* 2020, p.659 ; D. COHEN, « Les garanties émises par les sociétés : un nécessaire changement de perspective ? », in *Mélanges en l'honneur de Laurent Aynès*, LGDJ, 2019, p.97 ; J.-F. BARBIÈRI, « Les garanties accordées par une société, dans la tourmente, prétorienne (et légale ?) », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.103.

²¹¹³ Cass. Com., n°01-15503 et n°01-15670, 8 nov. 2005 ; *Bull. Joly Soc.* mars 2006, p.339, note J.-F. Barbiéri ; Cass. Com., n°10-24.438, 8 nov. 2011 ; *Rev. Soc.* 2012, p.238, note A. Viandier ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2012, p.297, note F.-X. Lucas ; *RTD Com.* 2012, p.358, obs. M.-H. Monsérié-Bon ; *Gaz. Pal.* 25-26 janv. 2013, p.32, obs. B. Dondero ; Cass. Civ. 3^{ème}, n°11-17.948, 12 sept. 2012 ; *Bull. Joly Soc.* déc. 2012, p.831, note D. Poracchia ; Cass. Com., n°13-17.347, 23 sept. 2014 ; *JCP E* déc. 2014, n°49, 1618, note H. Hovasse ; *JCP G* déc. 2014, n°49, 1254, note E. Martinier ; *Gaz. Pal.* 3 févr. 2015, p.37, note C.B ; *RDC* 2015, p.281, note A.-S. Barthez ; Cass. Com., n°14-11.760, 10 févr. 2015 ; *Gaz. Pal.* 28 juill. 2015, p.26, note J.-M. Moulin ; *Dr. Soc.* mai 2015, p.22, note H. Hovasse ; *Bull. Joly Soc.* mai 2015, p.234, note F. Danos ; Cass. Civ. 3^{ème}, n°16-26.500, 21 déc. 2017 ; *Gaz. Pal.* 3 avr. 2018, p.72, obs. B. Brignon ; *Bull. Joly Soc.* mai 2018, p.286, note E. Schlumberger ; *Rev. Soc.* 2018, p.487, note R. Dalmau ; Cass. Com., n°16-19.762, 14 févr. 2018 ; *Dr. Soc.* mai 2018, p.23, note H. Hovasse ; *RTD Civ.* 2018, p.459, note P. Crocq ; *Gaz. Pal.* 26 juin 2018, p.79, note B. Brignon ; Cass. Com., n°19-15.299, 6 janv. 2021 ; *Gaz. Pal.* 16 févr. 2021, p.33, note C. Albiges ; *Bull. Joly Soc.* mai 2021, p.40, note J. Crastre.

récente étend d'ailleurs cette solution aux autres actes accomplis par le gérant d'une société civile²¹¹⁴.

681. Débats entourant la nature juridique de l'intérêt social. Les nombreuses occurrences de l'intérêt social en jurisprudence témoignent de ce que le nécessaire respect de l'intérêt social s'étend au-delà de la lettre de la loi et produit des conséquences extra-légales. Omniprésent en droit des sociétés, l'intérêt social fait incontestablement figure de « pôle »²¹¹⁵ ou de « repère »²¹¹⁶ qui indique la marche à suivre. Pourtant, si la doctrine s'accorde sur l'utilité du concept, le consensus s'estompe lorsqu'il s'agit d'en déterminer la nature. L'intérêt social est ainsi présenté comme une notion relative à la portée fluctuante²¹¹⁷, ce qui expliquerait pourquoi il est tantôt qualifié de norme fondamentale²¹¹⁸, de principe général²¹¹⁹, ou de standard²¹²⁰. À la vérité, l'intérêt social fait figure de standard, tandis que l'obligation de se conformer constitue un principe général du droit des sociétés.

682. L'intérêt social comme standard. Le standard peut être défini comme une technique de formulation de la règle du droit qui permet la mesure de comportements et de situations en termes de normalité²¹²¹. Autrement dit, le standard est un outil d'appréciation des conduites qui « ajoute à l'indétermination de la notion dont il se sert une fonction discriminatoire dont il entend que la présence ou l'absence soit vérifiée »²¹²². S'il est difficile de nier que l'intérêt social ne correspond pas exactement à un critère de normalité, il opère néanmoins une fonction discriminante en ce qu'il permet de distinguer ce qui est ou n'est pas conforme à l'intérêt de la société. L'appréciation à laquelle se livre le juge varie selon la

²¹¹⁴ Cass. Civ. 3^{ème}, n°21-22.174, 11 janv. 2023 ; *Dr. Soc.* mars 2023, comm. 31, note N. Jullian ; D.2023, p.627, note Th. De Ravel d'Esclapon ; *Rev. Soc.* 2023, p.437, note R. Dalmau.

²¹¹⁵ Comité Viénot, *Rapport sur le conseil d'administration des sociétés cotées*, préc., p.8.

²¹¹⁶ M. ROUSSILLE, « Projet de loi PACTE : quel impact ? », préc., n°7.

²¹¹⁷ Th. FAVARIO, « L'intérêt social, reflet d'une éthique libérale », préc., p.48.

²¹¹⁸ *Ibid* ; C. BAILLY-MASSON, « L'intérêt social, une notion fondamentale », préc.

²¹¹⁹ J.-F. BARBIÈRI, « Les garanties accordées par une société, dans la tourmente, prétorienne (et légale ?) », *op cit.*, n°12 ; V. égal. M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain : De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, *op. cit.*, n°1045 et s., qui présente l'intérêt social comme un principe de droit des sociétés utilisé en période d'OPA ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1983 qui qualifie la notion de « principe cardinal du droit des sociétés » ; A. COURET, « Les bons d'offres », préc., n°6 qui voit dans le respect de l'intérêt social un « principe fondateur du droit des sociétés ».

²¹²⁰ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°67 ; A. COURET, « L'intérêt social », préc., n°11 ; J.-P. BERTREL, « La position de la doctrine sur l'intérêt social » préc., p.46 ; G. GOFFAUX-CALLEBAUT, « La définition de l'intérêt social », préc., n°1 ; M. ROUSSILLE, « Projet de loi PACTE : quel impact ? », préc., n°7 ; J.-M. MOULIN, « Les zones frontières de l'entreprise socialement responsable », in *Mélanges Alain Couret*, Dalloz, 2021, p.161 et s., spéc. p.182 ; Q. URBAN, « La réforme des articles 1833 et 1835 du code civil par la loi Pacte ; beaucoup de bruit pour rien ? », *op cit.*, p.777.

²¹²¹ S. RIALS, *Le juge administratif français et la technique du standard*, préf. P. Weil, LGDJ, 1980, n°93 ; Ph. DELEBECQUE, « Les standards dans les droits romano-germaniques », *RRJ* 1988/4, p.871, spéc. n°2.

²¹²² P. ORIANNE, « Les standards et les pouvoirs du juge », *RRJ* 1988/4, p.1037 et s., spéc. p.1038.

société concernée et les circonstances rencontrées. Partant, l'intérêt social se trouve, en quelque sorte, à la limite supérieure du standard²¹²³.

683. Le respect de l'intérêt social comme principe général du droit des sociétés. En sa qualité de standard, l'intérêt social ne peut, à lui seul, produire des conséquences normatives. Un standard ne saurait être directement opérationnel sur le terrain juridique. Pour l'être, il doit être incorporé à une norme. C'est pourquoi, lorsque la jurisprudence apprécie un comportement à l'aune de l'intérêt social, elle ne se réfère pas seulement à lui, mais s'appuie sur l'obligation générale d'agir conformément à cet intérêt²¹²⁴. L'intérêt de la société se trouve ainsi intégré au sein d'un principe par le biais duquel la jurisprudence impose la prise en compte de l'intérêt social dans les différentes sphères de la vie sociétaire²¹²⁵. Tandis que l'intérêt social fait figure de standard, l'obligation de le respecter en toute hypothèse constitue un principe général du droit des sociétés.

684. Conclusion de Section. Difficile à déterminer, la teneur de l'intérêt social a fait l'objet de conceptions doctrinales variées. Le contenu de la notion est désormais précisé à l'article 1833 du Code civil. Influencée par la doctrine de l'entreprise, la définition législative interdit toute assimilation entre l'intérêt de la société et celui de ses associés. L'intérêt consacré est un intérêt élargi, qui impose de ne pas ignorer les enjeux sociaux et environnementaux. Si la recherche du profit demeure la priorité, la société doit composer avec les divers intérêts générés par son activité. Appréhender les différents enjeux que l'intérêt social doit aujourd'hui intégrer apparaît néanmoins délicat. La récente modification des articles L.225-35 et L.225-64 du Code de commerce l'illustre. Malgré des contours difficiles à tracer, l'intérêt social est un standard régulièrement mobilisé par le juge. L'étude de la jurisprudence révèle que l'obligation d'agir conformément à cet intérêt fait même figure de principe général du droit des sociétés. Il reste maintenant à examiner la place que ce principe occupe en droit des offres.

²¹²³ Ph. JESTAZ, « Rapport de synthèse sur les standards dans les divers systèmes juridiques », *RRJ* 1988/4, p.1181 et s., *spéc.* p.1183.

²¹²⁴ V. *supra* n°620.

²¹²⁵ V. PETEV, « Standards et principes généraux du droit », *RRJ* 1988/4, p.825 et s., *spéc.* p.826 où l'auteur souligne que l'intérêt social, en tant que standard, « exprime une idée normative et ouverte, qui est nécessaire à l'application d'une règle ou d'un principe de droit ».

Section 2. L'intérêt social et le droit des offres

685. La place reconnue à l'intérêt social en période d'offre. Le nécessaire respect de l'intérêt social apparaît, à première vue, comme un principe général de la réglementation des offres²¹²⁶. L'obligation pour l'organe d'administration « d'agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble » se trouve en effet qualifiée de « principe général » par la directive OPA²¹²⁷. L'article 231-7 du RG AMF, qui figure au sein d'une sous-section intitulée « principes généraux », exige également que « Pendant la période d'offre, l'initiateur et la société visée s'assurent que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social [...] des sociétés concernées ». Ces dispositions ne sauraient toutefois suffire à ériger le respect de l'intérêt social au rang de principe général des offres. Pour qu'il en soit ainsi, il faut encore que cet impératif soit doté d'un sens inédit ou de fonctions particulières, distinctes de celles qu'il revêt habituellement²¹²⁸. À défaut, le respect de l'intérêt social en période d'offre ne serait qu'un doublon du principe qui régit déjà le droit des sociétés.

686. Annonce. Les différentes expressions de l'intérêt social à l'occasion d'une offre publique mènent à observer que ce principe ne revêt aucune originalité dans ce contexte (§.1). Seule l'articulation de ce principe avec la réglementation des offres laisse apparaître des particularités qui méritent d'être approfondies (§.2).

§1. Le défaut d'originalité du principe en période d'offre

687. Annonce. L'examen de la réglementation et des décisions rendues en période d'offre suffisent à constater que l'intérêt social n'est doté ni d'un sens original (I), ni de fonctions particulières (II). Si l'exigence de droit des sociétés est bien mentionnée, c'est à titre de rappel, afin d'avertir les différents acteurs que la nécessité de respecter l'intérêt social ne cesse pas à l'ouverture d'une offre publique.

²¹²⁶ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°78 et n°336 ; H. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR – Offres publiques de prise de contrôle », *op cit.*, n°136 et s.

²¹²⁷ Art. 3 1° c) Dir. 2004/25/CE *préc.* Sur la valeur des principes contenus dans la directive v. *supra* n°447.

²¹²⁸ V. *supra* n°43.

I. la teneur de l'intérêt social en période d'offre

688. Débat autour du sens attaché à l'intérêt social en période d'offre. L'article 231-7 du RG AMF exige que les actes, décisions et déclarations de l'initiateur et de la société visée ne contreviennent pas, en période d'offre, à leur intérêt social. Durant cette période particulière, l'intérêt social de l'initiateur n'est pas difficile à saisir. Une fois la procédure d'offre lancée, cet intérêt est principalement financier et consiste à optimiser l'opération afin d'obtenir le meilleur prix pour les titres convoités sans qu'il en résulte une trop grande charge financière pour l'initiateur²¹²⁹. Le sens attaché à l'intérêt social de la société visée est plus délicat à saisir. Comme en droit des sociétés, différentes conceptions de cet intérêt sont possibles.

689. L'intérêt de la société assimilé à l'intérêt de ses actionnaires. Pour un premier courant de pensée, l'intérêt de la société visée par une offre se confondrait avec celui de ses actionnaires. En période d'offre, l'intérêt de la société se fondrait dans celui de ses actionnaires, premiers concernés par l'offre déposée²¹³⁰. L'intérêt des actionnaires s'analysant avant tout au travers de la contrepartie financière qui leur est proposée, l'intérêt de la société serait donc d'obtenir la meilleure contrepartie possible pour les titres qui composent son capital. À la suivre, cette approche de l'intérêt social constituerait une des spécificités du droit financier à l'égard du droit des sociétés²¹³¹.

Deux arguments viennent au soutien de cette analyse. Le premier est historique et tient à la place relativement marginale qu'occupait l'intérêt social au sein des premiers textes encadrant les offres publiques. En effet, le concept est totalement absent de la décision générale de la COB du 25 juillet 1978, qui prévoyait seulement que « l'intérêt des actionnaires dans leur ensemble » devait constituer, durant la période d'offre, « la préoccupation dominante des dirigeants des sociétés intervenantes ». Il faudra attendre plus de dix ans avant que l'article 3 du Règlement général de la COB fasse expressément écho à l'intérêt social des sociétés concernées par une offre. Malgré cette référence, les magistrats continuèrent d'assimiler intérêt social et intérêt des actionnaires²¹³², ce qui explique certainement pourquoi la référence à l'intérêt social disparut du règlement COB n° 02-04.

²¹²⁹ Th. BONNEAU et L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, *op cit.*, n°283 ; D. PORACCHIA et D. MARTIN, « Regard sur l'intérêt social », *préc.*, n°24.

²¹³⁰ D. MARTIN et G. BUGE, « Offres publiques et conflits d'intérêts », *préc.*, p.24 ; « L'intérêt social dans le contentieux des ordonnances sur requête, en référé et en la forme des référés », *préc.*, n°29 ; N. RONTCHEVSKY, « L'utilisation de l'intérêt social en droit des sociétés, droit pénal et droit boursier », *préc.*, n°29 ; J.-B. GALVIN, *Les conflits d'intérêts en droit financier*, *op cit.*, n°373.

²¹³¹ J.-B. GALVIN, *Les conflits d'intérêts en droit financier*, *op cit.*, n°381.

²¹³² V. par ex. TC Paris, 16 mars 1992, *préc.*

Un auteur vit dans cette disparition le témoignage de la primauté de l'intérêt des actionnaires sur l'intérêt social, et estima en conséquence qu'en période d'offre, « l'intérêt social se fonde dans l'intérêt des actionnaires, ceux-ci coïncident »²¹³³.

Un argument technique vient également au soutien de cette acception restrictive de l'intérêt social. Lorsqu'une offre est déposée, celle-ci s'adresse aux titulaires des titres visés, premiers destinataires du projet de l'initiateur. C'est eux qui, à terme, prendront la décision de répondre positivement ou non à l'offre. Il est donc nécessaire que la société visée, concernée par l'offre mais qui n'a pas à y répondre directement, s'efface partiellement derrière ses actionnaires²¹³⁴. Il faudrait alors déduire de cet effacement la substitution de l'intérêt des actionnaires à l'intérêt social. Cet argument peut trouver appui sur la lettre de la directive OPA qui, en son article 3 1° c), dispose que les organes de direction de la société visée ne peuvent « refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre ».

690. Rejet de l'assimilation de l'intérêt social à l'intérêt des actionnaires. Il est difficile d'être entièrement convaincu par ces arguments. L'argument historique est réversible. En effet, si la référence à l'intérêt social a longtemps été absente de la réglementation des offres, il y figure toutefois en bonne place depuis 2014²¹³⁵. Il est en outre délicat de tirer de l'absence prolongée de l'intérêt social sa nécessaire assimilation à l'intérêt des actionnaires : le respect de l'intérêt social est une exigence permanente de la vie des sociétés qui n'a pas besoin d'être rappelée pour s'imposer²¹³⁶.

S'agissant de l'argument technique, il n'est pas possible de nier que les actionnaires sont les premiers concernés par la procédure d'offre, et que la réglementation vise avant tout à protéger leurs intérêts²¹³⁷. Mais si la société s'efface derrière ses actionnaires, l'effacement n'est que partiel. La société reste pleinement concernée par l'offre qui est susceptible d'occasionner pour elle des conséquences stratégiques, économiques et sociales importantes. Elle ne peut donc rester purement passive face à l'offre formulée sur ses titres : « si l'offre ne lui est pas adressée directement, la société cible va néanmoins subir les conséquences de

²¹³³ J.-B. GALVIN, *Les conflits d'intérêts en droit financier*, op cit., n°373.

²¹³⁴ D. MARTIN et G. BUGE, « L'intérêt social dans le contentieux des ordonnances sur requête, en référé et en la forme des référés », *préc.*, n°29.

²¹³⁵ Art. 231-7 RG AMF.

²¹³⁶ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°336 ; F. BARRIÈRE, « La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique », *préc.*, n°31 ; J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE, et *alii*, *Lamy droit du financement*, op cit., n°2211.

²¹³⁷ V. *supra* n°176 et s.

celle-ci et il est donc légitime qu'elle examine la conformité de cette offre avec son intérêt social et le cas échéant réagisse à celle-ci »²¹³⁸. Il est au demeurant difficile de tirer parti de la rédaction de l'article 3 de la directive OPA pour asseoir l'acceptation restrictive de l'intérêt social. En effet, cette disposition ne se réfère pas seulement aux détenteurs de titres de la société visée. Elle rappelle que l'organe d'administration de la société doit agir conformément « à l'intérêt de la société dans son ensemble ». La suite de la directive s'intéresse également aux intérêts des salariés. Le texte européen exige ainsi que l'initiateur indique, dans sa note d'information, ses intentions concernant le maintien de l'emploi des salariés, les éventuelles modifications des conditions de travail ainsi que les plans stratégiques pour les deux sociétés et leurs répercussions probables sur l'emploi et les lieux d'implantation des sociétés²¹³⁹. En vertu de la directive, l'organe d'administration de la société visée est enfin tenu de livrer son opinion quant à l'impact de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société, spécialement quant à l'emploi et aux « plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité de la société »²¹⁴⁰. Le droit européen ne s'intéresse donc pas seulement au sort des actionnaires. On ne saurait donc s'appuyer sur lui pour assimiler intérêt social et intérêt des actionnaires.

691. L'intérêt de la société conçu comme un intérêt élargi. À côté de cette première acceptation de l'intérêt social, un autre courant doctrinal considère qu'en période d'offre, ce concept englobe une réalité plus vaste que le seul intérêt des actionnaires²¹⁴¹. Au-delà de l'intérêt des actionnaires, qui demeurerait néanmoins déterminant, l'intérêt de la société regrouperait en son sein divers intérêts, relatifs à sa prospérité et aux enjeux sociaux et environnementaux. Ce serait donc une conception large de l'intérêt social qui prévaudrait lors du déroulement d'une offre, conception qui ne différerait pas de celle aujourd'hui retenue en droit des sociétés.

²¹³⁸ F. BARRIÈRE, Ch. REALS, « La loi Florange : une loi anti-OPA ? », *préc.*, n°30.

²¹³⁹ Art. 6 3° i) Dir. 2004/25/CE, *préc.*

²¹⁴⁰ Art. 9 5° Dir. 2004/25/CE, *préc.*

²¹⁴¹ V. not. Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, *op cit.*, n°283 ; A. PIETRANCOSTA, J.-F. PRAT, « Offres publiques et droit des sociétés », *op cit.*, n°320 ; H. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *op cit.*, n°137 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1984 et n°2025 ; F. BARRIÈRE, Ch. REALS, « La loi Florange : une loi anti-OPA ? », *préc.*, n°32 ; M.-N. DOMPÉ, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *préc.*, n°29 ; F. MARTIN LAPRADE, « Défense anti-OPA : clause de réciprocité et conformité à l'intérêt social » in *Mélanges à la mémoire de Claude Ducouloux Favard*, Bruylant, 2014, p.259 et s., *spéc.* p.272 ; M.-A. NOURY, « La loi "Florange" et l'abandon du principe de neutralité des dirigeants en période d'offre publique », *JCP E* 2014, 1271, *spéc.* n°8 ; V. LANGENBACH, P.-A. MARQUET, A. ATTAR-REZVANI, « Intérêt social et responsabilité des administrateurs dans l'adoption des mesures de défense anti-OPA », *Rev. Droit & Affaires*, sept. 2015, p.62, *spéc.* n°12 et s. ; A.-C. MULLER, *Droit financier*, *op cit.*, n°718.

692. Adhésion à cette conception. Cette seconde conception, plus convaincante que la précédente, se justifie par une réflexion unique : l'architecture générale de la réglementation des offres ne se comprend qu'à condition de reconnaître à la société visée par une offre un intérêt social élargi. Trois considérations permettent de s'en convaincre.

En premier lieu, lorsqu'une offre est formulée sur les titres d'une société, son organe de direction doit se prononcer sur les mérites du projet déposé. En vertu de l'article 231-19 4° du RG AMF, il revient au conseil d'administration ou conseil de surveillance de préciser « l'intérêt de l'offre et les conséquences de celle-ci pour la société visée ». Or, la société n'est pas la destinataire principale de l'offre. Elle ne saurait donc en apprécier l'intérêt et les conséquences dans une perspective purement comptable, qui se résumerait à évaluer la pertinence de la contrepartie financière proposée en échange des titres. Comme le souligne un auteur, en présence d'une offre, « il est impossible de raisonner en termes de réciprocité, dans la mesure où cette opération est très vraisemblablement conforme à l'intérêt social de l'initiateur, tandis que la cible n'est pas propriétaire de ses propres titres et ne peut donc pas lui opposer les mêmes arguments, sauf à s'inscrire dans une perspective plus globale qui dépasse son bilan comptable »²¹⁴². L'avis sur l'offre rendu par les organes de la société visée n'aurait que peu d'intérêt s'il se résumait à apprécier l'intérêt de la contrepartie proposée aux actionnaires. Il n'est utile qu'à la condition d'analyser aussi les retombées sociales du projet et ses conséquences sur la pérennité, l'indépendance et l'orientation stratégique de la société. Le Règlement général est d'ailleurs en ce sens puisqu'il précise que l'avis ne porte pas seulement sur les répercussions de l'offre vis-à-vis de l'intérêt des actionnaires, mais, plus largement, sur ses conséquences pour la société et ses salariés²¹⁴³. Partant, l'avis sur l'offre est nécessairement rendu à l'aune d'une conception élargie de l'intérêt social qui ne se résume pas à l'intérêt des actionnaires. Sur ce point, la réglementation française ne fait d'ailleurs pas figure d'exception. Le *Takeover City Code* prévoit également que la société visée doit se prononcer sur l'intérêt de l'offre au regard de l'ensemble des intérêts de la société, en ce compris l'intérêt de ses associés, mais également de ses salariés²¹⁴⁴. La jurisprudence belge a elle aussi approuvé les administrateurs qui, pour apprécier l'intérêt social de leur société en période d'offre, tiennent compte « des intérêts nationaux, notamment quant à l'emploi et au développement de l'industrie »²¹⁴⁵. Une conception proche est retenue dans la directive OPA, qui oblige l'initiateur et l'organe d'administration de la société cible

²¹⁴² F. MARTIN LAPRADE, « Défense anti-OPA : clause de réciprocité et conformité à l'intérêt social », *préc.*, p.272. V. égal. N. RONTCHEVSKY, « L'utilisation de l'intérêt social en droit des sociétés, droit pénal et droit boursier », *préc.* n°31.

²¹⁴³ Art. 231-19 4° RG AMF.

²¹⁴⁴ Art. 25.2 *Takeover City Code*.

²¹⁴⁵ CA Bruxelles, 1^{er} mars 1988, *Société générale de Belgique c. Cerus* ; *Rev. Soc.* 1988, p.245 ; *Rev. dr. banc. bourse* mai-juin 1988, p.100, note M. Jeantin et A. Viandier.

à prendre en considération les répercussions de l'offre « sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi »²¹⁴⁶. Par cette formulation, le droit européen internalise les intérêts liés à l'emploi au sein des intérêts de la société²¹⁴⁷. Certes, et comme le relève Monsieur Jaap Winter, « Les intérêts de la société au sens large, en particulier les enjeux sociaux et environnementaux [...], étaient négligés lorsque la directive a été rédigée et adoptée, et étaient probablement largement absents des réflexions des personnes impliquées dans la conception de la directive »²¹⁴⁸. On aurait toutefois tort d'en déduire que la directive s'oppose à l'internalisation de ces enjeux au sein de l'intérêt social²¹⁴⁹.

Une autre preuve de la conception élargie de l'intérêt social en période d'offre peut être trouvée dans le droit reconnu à toute société de déployer des mesures de défense anti-offre. Bien que les tribunaux se soient dans un premier temps montrés hostiles à l'égard de ces mesures, il est aujourd'hui acquis que toute société a la faculté de mettre en place des dispositifs visant à faire échec à une offre jugée indésirable²¹⁵⁰. L'article L.233-32 I du Code de commerce l'affirme sans équivoque. En offrant aux organes de direction des sociétés la faculté de faire échec à une offre publique sans obtenir l'accord préalable des associés, cette disposition prouve que l'intérêt de la société ne peut se confondre avec celui de ses actionnaires. En effet, si l'intérêt social n'était que le doublon de l'intérêt des actionnaires, la société devrait faire preuve d'une parfaite neutralité et laisser les détenteurs de titres décider seuls du succès de l'opération. En retenant la position contraire, la réglementation invite à considérer que l'intérêt social se distingue de l'intérêt des destinataires de l'offre. Avant la modification de l'article 1833 du Code civil par la loi Pacte du 22 mai 2019, la conception extensive de l'intérêt social permettait donc déjà aux organes d'administration de se fonder sur des considérations extérieures à l'intérêt des actionnaires pour adopter des mesures de défense²¹⁵¹.

²¹⁴⁶ Art. 8 5° Dir. 2004/25/CE, *préc.*

²¹⁴⁷ En ce sens égal. F. MARTIN LAPRADE, « Défense anti-OPA : clause de réciprocité et conformité à l'intérêt social », *préc.*, p.272. ; F.-G. TREBULLE, « Stakeholders Theory et droit des sociétés Partie 1 », *préc.*, n°22.

²¹⁴⁸ J. WINTER, « Directive OPA et gouvernance d'entreprise durable », *Bull. Joly Bourse* mai 2021, p.37 et s., *spéc.* p.41.

²¹⁴⁹ Ce même auteur relève que la « directive OPA ne flotte pas dans un vide éthéré. Son application, et en particulier la question de savoir ce qui doit guider un conseil d'administration, sont ancrées dans le droit des sociétés » (J. WINTER, « Directive OPA et gouvernance d'entreprise durable », *préc.*, p.44) Or, désormais, les enjeux sociaux et environnementaux guident indiscutablement la marche de la société (Art. 1833 al.2 Code civ.).

²¹⁵⁰ V. *supra* n°532.

²¹⁵¹ Pour une analyse différente, qui estime que la promotion d'une acception large de l'intérêt social en droit commun pourrait accroître la marge de manœuvre des organes de direction de la cible pour adopter des mesures de défense v. Ph. PORTIER, « Loi Pacte et intérêt social : contrainte ou opportunité ? » *Option Finance*, 2 nov. 2018, *spéc.* n°4 ; A. GAUDEMET, « Le projet de loi Pacte et le droit des offres publiques », *Bull. Joly Bourse* janv. 2019, p.39 et s., *spéc.* p.41.

Enfin, la conception élargie de l'intérêt social ressort également des objectifs politiques qui ont sous-tendu les dernières réformes du droit des offres. Les travaux parlementaires ayant entouré l'adoption de la loi Florange du 29 mars 2014 le soulignent. Clotilde Valter, alors rapporteur de la Commission des affaires économiques, observait ainsi que le volet du projet de loi relatif aux offres publiques avait vocation à assurer « le primat de l'économie réelle sur la finance, en protégeant les entreprises et les salariés des opérations purement financières pour stabiliser leur actionnariat dans la durée, au bénéfice de leur intérêt social et de leur stratégie de développement de long terme »²¹⁵². Les propos de Monsieur Jean-Marc Germain font état de cette même acception extensive de l'intérêt social : « L'entreprise, c'est ce que nous voulons dire par ce texte comme par d'autres, ce sont des actionnaires qui investissent, oui, mais aussi des salariés qui créent les richesses et des territoires qui l'hébergent et la soutiennent. [...] Les pouvoirs des actionnaires doivent être rééquilibrés au profit des territoires et des salariés »²¹⁵³. Cette vision, qui fait écho à la doctrine de l'entreprise mâtinée de considérations RSE, a abouti à l'attribution d'un droit de défense aux dirigeants de la cible face à une offre jugée indésirable, ainsi qu'à l'association toujours plus importante des salariés au processus d'offre publique. Elle confirme de nouveau qu'en période d'offre, l'intérêt social ne se résume pas à l'intérêt des actionnaires²¹⁵⁴.

693. Synthèse. La réglementation financière se refuse à assimiler l'intérêt de la société à celui de ses actionnaires. En période d'offre, l'intérêt social est considéré comme un concept englobant, qui internalise différents intérêts, comme ceux des salariés. Force est alors de constater que la signification de l'intérêt social retenue en période d'offre ne diffère pas de celle qui a cours en droit des sociétés.

II. Les fonctions de l'intérêt social en période d'offre

694. La fonction traditionnelle de l'intérêt social. Boussole du droit des sociétés, l'intérêt social dirige l'action des organes sociaux et oriente la politique de la société. En période d'offre, ses fonctions ne semblent pas sensiblement différentes. En effet, et à condition de passer outre la rédaction maladroite de l'article L.233-32 du Code de commerce qui, faute de virgule, laisse entendre qu'il revient à la seule assemblée générale des

²¹⁵² Ass. Nat., *Compte rendu intégral de la séance du 17 févr. 2014*, JO 18 févr. 2014, p.1954.

²¹⁵³ Ass. Nat., *Compte rendu intégral de la séance du 18 sept. 2013*, JO 19 sept. 2013, p.9054.

²¹⁵⁴ S. TORCK, « La proposition de loi 'Florange' et le droit des offres publiques », *préc.*, n°46 et s. ; D. FORNONI, « Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange », *RTD Com.* 2015, p.31, *spéc.* n°45 ; A. O. EMMERICH, B. CARDI, F. G. ALOGNA, M. T. CARPENTER et H. BOURRELIS, "The shareholder in France and the United States : A Comparative analysis of corporate legal priorities", *Rev. Droit & Affaires* nov. 2020, p.90 et s., *spéc.* p.96.

actionnaires de respecter l'intérêt social²¹⁵⁵, cette disposition rappelle l'obligation, pour les différents organes de la société visée par une offre, d'agir conformément à son intérêt social. Si l'article 231-7 du RG AMF partage le même défaut rédactionnel en ce qu'il semble imposer aux sociétés concernées par une offre de respecter de l'intérêt social des détenteurs de titres financiers²¹⁵⁶, il ne fait toutefois pas de doute que la disposition vise, comme la précédente, à assurer que l'intérêt social des sociétés concernées par l'offre ne soit pas oublié. Ces textes font seulement figure de rappel. À première vue donc, le respect de l'intérêt social poursuit les mêmes fonctions en période d'offre qu'en dehors. Les mesures de défense éventuellement décidées devront, comme toute autre mesure prise par les organes de la société, respecter l'intérêt social. La référence à l'intérêt social à laquelle procèdent les articles 231-7 du RG AMF et L.233-32 du Code de commerce paraît dès lors redondante²¹⁵⁷. Le respect de l'intérêt social étant une exigence permanente de la vie sociale²¹⁵⁸, rien ne justifierait qu'elle cesse au lancement d'une offre publique.

695. L'absence de fonction supplémentaire en période d'offre. Doté du même sens et de la même fonction, le respect de l'intérêt social exigé en période d'offre ne semble être qu'une expression du principe qui régit déjà le droit des sociétés. Des travaux ont néanmoins prêté à l'intérêt social des conséquences particulières lors du déroulement d'une offre, conséquences qui permettraient alors de voir dans l'exigence un principe propre aux offres publiques.

Il a ainsi pu être soutenu que respecter l'intérêt social en période d'offre impliquerait un devoir spécifique de résistance. À côté de l'obligation de ne prendre que des mesures conformes à l'intérêt social, ce devoir de résistance imposerait au conseil d'administration de chercher à améliorer les différents aspects de l'offre déposée sur leur société²¹⁵⁹. Ce devoir de résistance n'a toutefois pas été reconnu en droit positif et il apparaît très incertain qu'il le soit un jour. En effet, la jurisprudence n'a jamais affirmé que le droit de se défendre

²¹⁵⁵ F. BARRIÈRE, « La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique », *préc.*, n°31 ; F. MARTIN LAPRADE, « Défense anti-OPA : clause de réciprocité et conformité à l'intérêt social », *préc.*, p.266 ; ANSA, « Rapport sur la loi visant à reconquérir l'économie réelle : dispositions relatives au droit de vote double, aux OPA et aux AGA », n°14-007, mars 2014, p.7.

²¹⁵⁶ En effet, la disposition ne déclare pas qu'il revient à l'initiateur et la société visée de s'assurer que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre « leur » intérêt social, mais dispose que « l'initiateur et la société visée s'assurent que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social [...] des détenteurs de titres des sociétés concernées ».

²¹⁵⁷ F. MARTIN LAPRADE, « Défense anti-OPA : clause de réciprocité et conformité à l'intérêt social », *préc.*, p.269 ; F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques », *op. cit.*, n°1034 ; M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain : De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, *op. cit.* n°1045 ; F. BARRIÈRE, « La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique », *préc.*, n°31.

²¹⁵⁸ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.* n°336.

²¹⁵⁹ F. BARRIÈRE « La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique », *préc.*, n°34. *Contra* A.-C. MULLER, *Droit financier*, *op cit.*, n°779.

impliquerait une obligation de le faire pour obtenir l'amélioration des conditions d'une offre qui apparaîtrait, dès le départ, conforme à l'intérêt social de la société visée. *A contrario*, en présence d'une offre contraire à l'intérêt social de la société visée, tout laisse à penser que les administrateurs de cette société ne pourront rester inactifs sans engager leur responsabilité, mais dans cette hypothèse, c'est moins un devoir de résistance que l'obligation d'agir conformément à l'intérêt de la société qui justifiera la mise en œuvre de mesures de défense.

Une seconde particularité est parfois attachée à l'intérêt social, ou plutôt à son appréciation dans le contexte d'une offre publique. Suivant un auteur, le respect de l'intérêt social serait apprécié différemment selon que l'on se place en période d'offre ou en dehors d'elle. Alors qu'en droit des sociétés l'appréciation de l'intérêt social serait effectuée de manière négative, en termes de transgression, la démarche serait différente en droit des offres où l'intérêt social serait avant tout appréhendé de façon positive, sous l'angle de la conformité des opérations à celui-ci²¹⁶⁰. Il y aurait là une particularité attachée à l'intérêt social en période d'offre. Il est vrai que l'intérêt social fait généralement figure de standard de contrôle négatif en droit des sociétés, et que les tribunaux se prononcent surtout sur la contrariété des actes à cet intérêt²¹⁶¹. Il est tout aussi vrai que l'avis exigé par l'article 231-19 4° du RG AMF pose bien la question de la conformité du projet d'offre à l'intérêt social de la société visée²¹⁶². À la réflexion pourtant, la différence n'apparaît pas aussi tranchée. Il existe en effet des hypothèses où l'appréciation de l'intérêt social est identique que l'on se situe en période d'offre ou en dehors. La mise en œuvre des défenses anti-offre en constitue une illustration. Conformément à l'article L.233-32 I du Code de commerce, les décisions susceptibles de faire échouer l'offre ne sont autorisées que dans la limite de l'intérêt social de la société visée par l'offre. Ces mesures s'apprécient sous l'angle de la violation de l'intérêt social et posent donc la question de la transgression de cet intérêt. De même, l'article 231-7 du RG AMF pose une obligation négative à la charge de l'initiateur et de la société visée, à savoir ne pas « compromettre l'intérêt social », et non une obligation positive, qui aurait été d'agir conformément à lui. Plusieurs raisons invitent en outre à relativiser la différence entre « transgression » et « conformité ». Il apparaît d'abord que transgresser l'intérêt social comme ne pas se prononcer conformément à lui aboutit à la même sanction, l'autorité de marché ayant précisé que rendre un avis erroné sur l'offre était susceptible

²¹⁶⁰ N. RONTCHEVSKY, « L'utilisation de la notion d'intérêt social en droit des sociétés, en droit pénal et en droit boursier », *Bull Joly Bourse* juill. 2010, p.355, spéc. n°25.

²¹⁶¹ Sur ce point v. J.-B. BARBIÈRI, *L'ordre sociétaire*, op cit., n°153.

²¹⁶² A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, op cit., n°2024.

d'engager la responsabilité du conseil d'administration de la société visée²¹⁶³. Parce que l'intérêt social est attaché à la gestion de chaque société, sa violation emporte la même sanction, en droit des sociétés et en droit des financiers : elle engage la responsabilité civile du contrevenant. Il faut ensuite observer qu'en matière financière, le juge n'apprécie jamais vraiment la conformité à l'intérêt social d'une opération, mais vérifie seulement sa neutralité à l'égard de cet intérêt. Sauf à faire de tous les juges des ingénieurs financiers experts des enjeux environnementaux, sociaux, et éthiques, une telle appréciation dépasserait de loin la compétence des tribunaux de commerce. À supposer qu'elle existe, la différence d'appréciation de l'intérêt social en période d'offre apparaît donc relativement anecdotique et n'autorise pas à lui reconnaître une fonction particulière dans ce contexte.

§2. L'articulation du principe avec la réglementation des offres

696. Annonce. Exigence permanente de la vie sociale, l'obligation d'agir conformément à l'intérêt social perdure lors du déroulement d'une offre. Aussi est-il nécessaire d'étudier comment ce principe s'articule avec les exigences propres aux offres publiques d'acquisition, notamment la façon dont son respect est apprécié en période d'offre (**I**) et la manière avec laquelle les conflits entre le principe de libre jeu des offres et l'intérêt social sont résolus (**II**).

I. Le contrôle de l'intérêt social en période d'offre

697. L'absence de contrôle opéré par l'AMF. En droit des sociétés, l'intérêt social constitue l'un des principaux fondements de l'intervention judiciaire²¹⁶⁴. L'approche est sensiblement différente en droit des offres. Qu'il s'agisse d'apprécier le bien-fondé de l'avis motivé du conseil d'administration ou la légitimité d'éventuelles défenses anti-offre, l'autorité de marché a toujours éludé le contrôle de ces mesures à l'aune de l'intérêt social. La question fut renvoyée aux juridictions judiciaires dès les premières offres publiques initiées sur le sol français. À l'occasion de l'offre publique sur la société La Ruche Picarde, la COB souligna que si le fait de rendre un avis erroné sur la conformité à l'intérêt social d'une offre concurrente était susceptible d'engager la responsabilité de ses auteurs, une telle action devait être intentée devant le juge commercial²¹⁶⁵. L'AMF l'a rappelé dans sa décision

²¹⁶³ COB, *Rapport annuel* 1980, p.89.

²¹⁶⁴ V. *supra* n°680

²¹⁶⁵ COB, *Rapport annuel* 1980, p.89.

de conformité de l'offre déposée sur EDF le 23 novembre 2022, en ne s'estimant pas investie « du pouvoir de se prononcer sur la régularité des délibérations à l'issue desquelles un conseil d'administration rend son avis motivé sur une offre publique »²¹⁶⁶. Cette position est identique s'agissant de la mise en œuvre des défenses anti-offres. L'autorité de marché ne s'aventure pas sur le terrain de la conformité d'une défense à l'intérêt de la société qui la déploie. Les occasions n'ont pourtant pas manqué. Il suffit de se remémorer les affaires des bons Plavix et de l'offre publique déposée sur Suez par Veolia pour constater que si l'autorité de marché peut user d'une multitude d'arguments pour critiquer les défenses, elle n'est jamais allée jusqu'à apprécier l'intérêt social des sociétés qui les mettent en œuvre²¹⁶⁷.

698. Un contrôle opéré par les seules juridictions judiciaires. Si cette position peut surprendre, l'autorité de marché ayant plutôt tendance à retenir une conception extensive des prérogatives qui lui sont attribuées²¹⁶⁸, elle trouve néanmoins une explication dans la nature que revêt le respect de l'intérêt social. Parce que l'intérêt social est un concept issu du droit des sociétés, il revient aux juridictions judiciaires, et naturellement au juge commercial, de se prononcer sur son respect en période d'offre²¹⁶⁹.

L'absence de contrôle opéré par l'autorité de marché a pu être regrettée. Monsieur Philippe Portier observe ainsi que reconnaître au juge judiciaire le monopole du contrôle des actes à l'aune de l'intérêt social revient à accepter qu'une « violation de celui-ci ne donne lieu à conséquences que bien longtemps après le fait, ce qui peut être regrettable ». L'auteur ajoute que si « l'intérêt social traduit une préoccupation à long terme, alors que les principes directeurs des offres publiques, dont le respect est soumis à la vigilance du régulateur, s'inscrivent dans une perspective à plus court terme », dans les deux cas, « c'est l'intérêt ultime du marché, dont l'AMF est en principe la gardienne, qui est en jeu »²¹⁷⁰. Extrêmement justes, ces remarques peuvent être relativisées. L'intérêt social étant une exigence permanente du droit des sociétés, il est cohérent que son appréciation relève de la compétence de son juge originel. En outre, le retrait de l'AMF sur ce terrain n'aboutit pas nécessairement à un contrôle *a posteriori* de l'intérêt social. Malgré le désengagement de l'autorité de marché, le respect de l'intérêt social peut toujours être apprécié en cours d'offre par le juge des référés²¹⁷¹.

²¹⁶⁶ AMF, déc. n°222C2537, 22 nov. 2022, *Électricité de France*.

²¹⁶⁷ V. *supra* n°539 et n°540.

²¹⁶⁸ Th. SAUPAIN, *Les sources du droit des sociétés*, dir. H. Synvet, Panthéon Assas, 2021, *spéc.* n°201 et s.

²¹⁶⁹ D. SCHMIDT, « L'office du juge en droit des OPA et des abus de marché », *préc.*, p.121 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op. cit.*, n°243.

²¹⁷⁰ Ph. PORTIER, « Information financière et intérêt social », *RTDF* 2006/2, p.68 et s., *spéc.* p.69.

²¹⁷¹ D. MARTIN, G. BUGE, « L'intérêt social dans le contentieux des ordonnances sur requête, en référé et en la forme des référés », *préc.*

699. Illustrations du contrôle opéré. Le contrôle du respect de l'intérêt social en période d'offre échoit aujourd'hui aux seules juridictions judiciaires et, en premier lieu, au juge des référés. Les modalités exactes du contrôle par lequel le juge apprécie le respect de l'intérêt social en période d'offre sont toutefois difficiles à appréhender. En effet, les décisions dans lesquelles les juges eurent à opérer ce contrôle sont rares et relativement anciennes, ce qui complique le travail de recherche. À partir de trois décisions relatives à des cessions d'actions d'autocontrôle, il est néanmoins possible de dresser à grands traits les critères retenus par le juge lors de la mise en œuvre de son contrôle.

700. La première décision ayant eu à connaître de la conformité à l'intérêt social d'actes réalisés en période d'offre fut rendue à l'occasion de l'offre publique lancée par la Compagnie Financière de Suez sur les titres de la Compagnie Industrielle en 1989²¹⁷². À l'occasion de cette affaire, le Tribunal de commerce de Paris refusa de prononcer le séquestre des actions d'autocontrôle de la Compagnie Industrielle. Il ordonna néanmoins le gel de ces actions, détenues par certaines des sous-filiales de la société visée par l'offre, au motif que leur cession à des tiers apparaissait à « l'évidence comme particulièrement anormale ». D'après le tribunal, une telle cession aurait reflété les « préoccupations immédiates d'une partie des dirigeants » et aurait eu pour conséquence de modifier « arithmétiquement la situation ayant existé au moment du lancement de l'offre publique », de sorte que la cession ne pouvait « être tenue pour conforme à l'intérêt général des sociétés concernées ». Le tribunal considéra toutefois que les sociétés filiales détentrices des actions d'autocontrôle demeuraient libres de les apporter soit à l'offre initiale, soit à une éventuelle offre concurrente, en rappelant que « la seule considération de l'intérêt social et, essentiellement, du prix offert, n'en devra pas moins, en cas d'apport à une offre publique, guider le choix des sociétés sous-filiales ».

701. Trois ans plus tard, le même tribunal de commerce annula une cession d'actions d'autocontrôle en période d'offre au motif que celle-ci violait le libre jeu des offres et portait atteinte « à l'intérêt de la société cédante, et aux droits et intérêts de ses actionnaires »²¹⁷³. Sur ce dernier point, le tribunal releva que la cession favorisait « indûment le cessionnaire » et avait été effectuée « à un cours de marché sans tenir compte de la valeur stratégique d'un paquet d'actions et de droits de vote aussi importants et à un prix inférieur de près de 20 % à ce qui allait être offert quelques jours plus tard dans les OPA ».

²¹⁷² TC Paris, 30 août 1989, *RJC* 1989, p.379, note D. Schmidt.

²¹⁷³ TC Paris, 16 mars 1992, *préc.*

702. Enfin, dans un arrêt du 15 mars 2000, la Cour d'appel de Paris eut à se prononcer sur la conformité à l'intérêt social d'une cession d'actions d'autocontrôle qui ne s'inscrivait pas directement dans le contexte d'une offre²¹⁷⁴. Le contrôle opéré par les juges est toutefois riche d'enseignements. L'affaire faisait suite à l'entrée d'un fonds d'investissement au capital de la société Groupe André. Le fonds saisit les tribunaux judiciaires afin d'obtenir la mise sous séquestre desdites actions et d'éviter que les dirigeants de la société ne placent les actions d'autocontrôle entre des mains amies. Pour trancher cette problématique, la Cour d'appel de Paris affirma que « si les dirigeants d'une société doivent en toutes circonstances s'abstenir d'exercer leurs prérogatives à des fins purement personnelles », l'appréciation d'une atteinte à l'intérêt social, « qui ne se confond pas avec celui de quelques actionnaires ou groupes d'actionnaires », dépend des conditions, « notamment financières », dans lesquelles la cession d'actions intervient. La cession n'étant, en l'espèce, pas manifestement contraire à l'intérêt social, la cour ordonna la mainlevée immédiate du séquestre des actions d'autocontrôle.

703. Les critères mobilisés pour opérer le contrôle. Si la censure opérée dans les deux premières décisions s'explique avant tout par l'hostilité passée des juridictions à l'égard des mesures de défense²¹⁷⁵, il est néanmoins possible de tirer de ces solutions deux critères qui guident le contrôle du respect de l'intérêt social en période d'offre. Pour apprécier l'adéquation à l'intérêt social d'une opération réalisée en période d'offre, les juges vérifient d'abord que l'opération en cause ne constitue pas un détournement de pouvoir et ne revient pas à favoriser indûment un intérêt particulier distinct de celui de la société. Ainsi, dans la décision Compagnie Financière de Suez, l'opération en cause fut neutralisée au motif qu'elle reflétait les seules « préoccupations immédiates d'une partie des dirigeants »²¹⁷⁶. Évoquant la même exigence huit ans plus tard dans l'affaire André, les juges rappelèrent que « les dirigeants d'une société doivent en toutes circonstances s'abstenir d'exercer leurs prérogatives à des fins purement personnelles »²¹⁷⁷. Un autre critère réside dans la rationalité de l'opération envisagée. La conformité à l'intérêt social de l'opération dépend, pour partie, par des raisons économiques qui la motive²¹⁷⁸. L'adéquation de l'opération à l'intérêt social est ainsi fonction des conditions financières qui l'entourent²¹⁷⁹. Cette approche n'est toutefois pas exclusive de la prise en compte d'autres motifs, notamment sociaux ou

²¹⁷⁴ CA Paris, n°2000/04127, 15 mars 2000, *préc.*

²¹⁷⁵ V. *supra* n°529 et n°530.

²¹⁷⁶ TC Paris, 30 août 1989, *préc.*

²¹⁷⁷ CA Paris, n°2000/04127, 15 mars 2000, *préc.* La jurisprudence belge semble également en ce sens (CA Bruxelles, 1^{er} mars 1988, *préc.*).

²¹⁷⁸ J. DEEGE, « Les défenses anti-OPA », *préc.*, n°340 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°2042 et n°2120 et s.

²¹⁷⁹ TC Paris, 30 août 1989, *préc.* ; CA Paris, n°2000/04127, 15 mars 2000, *préc.*

environnementaux, conformément à l'acception élargie de l'intérêt social qui a cours en droit des offres²¹⁸⁰. Les termes employés dans les décisions en rendent compte : si les conditions financières qui entourent l'opération en cause doivent être prises en considération, l'emploi des adverbes « notamment » et « essentiellement » démontre que le contrôle opéré peut aussi amener à prendre en compte des attentes qui dépassent la sphère financière, en vérifiant par exemple que l'initiateur respecte bien les standards internationaux en matière d'éthique ou d'écologie. Cette appréciation pouvant s'avérer complexe, il est heureux que la pratique ait aujourd'hui recours à des tiers chargés d'exprimer leur avis sur la conformité de l'offre à l'intérêt social de la société visée. À l'occasion du contentieux ayant entouré l'offre déposée par Prologue sur les titres O2i, les juges ont ainsi admis la possibilité d'étendre contractuellement la mission de l'expert indépendant afin qu'il se prononce sur le caractère équitable de l'offre et sur sa conformité à l'intérêt social de la société visée²¹⁸¹.

II. Les conflits entre l'intérêt social et le principe de libre jeu des offres

704. L'intérêt social confronté au principe de libre jeu des offres et des surenchères. En droit des sociétés, l'intérêt social encadre les actes de la vie sociétaire. Son rôle n'est pas différent en période d'offre. C'est à l'aune de cet intérêt que le conseil d'administration de la société visée doit rendre son avis motivé sur l'offre²¹⁸², c'est également au regard de celui-ci que d'éventuels avantages pourront être octroyés à un initiateur, ou que des mesures de défense seront prises²¹⁸³. Dans le contexte d'une offre, le nécessaire respect de l'intérêt social peut toutefois se trouver bousculé par un principe propre à la réglementation des offres et relatif au libre jeu des offres et des surenchères. Ce principe, déjà présenté, interdit l'octroi d'avantages qui viendraient déterminer par avance le succès d'une offre et prohibe la mise en place de défenses absolues²¹⁸⁴. Des conflits sont donc susceptibles de naître d'une divergence entre les mesures dictées par l'intérêt social de la société visée et les prescriptions liées au libre jeu des offres. La question de l'articulation entre ces deux principes se pose en conséquence. Que faire lorsque le respect de l'intérêt social d'une société cible aboutit à conférer un avantage déterminant à un initiateur ? Que décider lorsque l'intérêt social

²¹⁸⁰ V. *supra* n°691 et 692.

²¹⁸¹ CA Paris, n°2015/07617, 10 sept. 2015, *préc.*

²¹⁸² Art. 231-19 4° RG AMF.

²¹⁸³ Art. L.233-32 Code Com.

²¹⁸⁴ V. *supra* n°533, n°548 et s.

implique d'adopter une défense qui constitue un obstacle absolu au succès d'une offre ? Répondre suppose d'étudier les rapports de force qu'entretiennent les deux principes.

705. Intérêt social et attribution d'un avantage matériel déterminant par avance le succès de l'offre. C'est à l'occasion de l'affaire OCP que la jurisprudence a pour la première fois eu à connaître de la confrontation entre l'intérêt social d'une société visée par une offre et les exigences liées au libre jeu des offres. En l'espèce, une offre publique amicale avait été déposée par Gehe AC sur les titres de la société OCP. La société visée ayant filialisé ses activités au sein de plusieurs sociétés en commandite, l'initiateur déposa un projet d'offre accompagné de plusieurs conventions conclues avec les associés des sociétés filiales et qui lui assuraient, en cas de réussite de son offre, le contrôle effectif de l'activité opérationnelle du groupe. Questionnés par l'autorité de marché sur les conditions dans lesquelles un initiateur concurrent était susceptible de bénéficier de ces mêmes avantages contractuels, les associés de la société OCP soulignèrent que ces accords avaient été conclus « dans le cadre d'un projet industriel organisant le rapprochement entre Gehe et l'OCP » et précisèrent que si d'autres personnes se présentaient pour proposer des solutions concurrentes, ils « les examineraient avec la plus grande attention, afin d'apprécier, parmi les solutions proposées, celle qui leur apparaîtrait la plus conforme aux meilleurs intérêts de l'OCP ». L'exclusivité des avantages octroyés était donc justifiée par l'intérêt social de la société visée. La logique retenue se comprend : l'initiateur étant, au jour de la conclusion des conventions, le seul à avoir proposé un projet industriel sérieux, il aurait été contraire à l'intérêt de la société visée de consentir ce même avantage à des tiers sans avoir pu apprécier *a priori* le contenu de leurs projets. Dans son arrêt du 27 avril 1993, la Cour d'appel de Paris considéra néanmoins que les accords en cause conféraient un avantage déterminant par avance le succès de l'offre déposée par l'initiateur et que le projet d'offre ne pouvait dès lors être déclaré recevable. L'argument tiré de la conformité à l'intérêt social des avantages consentis est donc écarté. Le raisonnement retenu est dénué d'ambiguïté : prétexter agir conformément à l'intérêt social de la société visée par une offre ne peut permettre d'avantager de façon déterminante le projet d'un initiateur plutôt qu'un autre. Dit autrement, respecter l'intérêt social ne peut aboutir à entraver le principe de liberté des offres²¹⁸⁵.

706. Intérêt social et attribution d'un avantage informationnel déterminant par avance le succès de l'offre. Cette solution vaut également pour les avantages consentis en matière d'accès à l'information. Nous l'avons dit, la communication d'informations stratégiques, notamment via l'accès à une *data room*, peut conférer un avantage déterminant par avance le succès d'une offre publique, surtout lorsqu'elle ne profite qu'à l'initiateur

²¹⁸⁵ P. LE CANNU, « Liberté de concurrence... en matière d'offres publiques », *préc.*, note 7.

choisi par la direction de la société visée et que les concurrents en sont privés²¹⁸⁶. En pratique, il semble pourtant raisonnable de ne partager des informations sensibles qu'avec l'auteur d'un projet conforme aux intérêts de la société visée. Il est en effet difficile de soutenir qu'il serait dans l'intérêt social de toute société cotée de communiquer des informations stratégiques à l'ensemble des acteurs susceptibles de déposer une offre sur ses titres. La doctrine s'est saisie très tôt de ces préoccupations. Pour plusieurs auteurs, le respect de l'intérêt social commanderait d'opérer une discrimination entre les compétiteurs²¹⁸⁷. D'autres soutiennent à l'inverse que l'intérêt social ne peut permettre de conférer à un compétiteur un avantage dans l'accès à l'information qui déterminerait par avance le succès de son offre. L'intérêt social étant soumis aux impératifs du libre jeu, il ne saurait attenter à la libre compétition²¹⁸⁸. Mettant un terme au débat, l'AMF écarta les implications de l'intérêt social au profit de celles du libre jeu. La recommandation DOC-2016-08 relève en effet que lorsque « la procédure de *data room* intervient à l'occasion d'une offre publique, dans le cas de la réception par l'émetteur d'offres concurrentes, celui-ci doit organiser [...] l'accès de tous les compétiteurs aux informations nécessaires contenues dans la *data room* »²¹⁸⁹. L'affirmation ne laisse pas de place au doute. Peu importe où se situe l'intérêt de la société visée, dès lors qu'un initiateur entre officiellement dans la compétition, il doit se voir accorder l'accès aux informations reçues par ses concurrents. Il n'est par conséquent pas possible d'opposer à une demande d'un compétiteur un refus motivé par l'intérêt social de la société visée²¹⁹⁰. De nouveau, le respect de l'intérêt social s'estompe devant l'exigence de libre jeu.

707. Intérêt social et adoption d'une mesure de défense absolue. L'intérêt social d'une société visée par une offre peut aussi justifier l'adoption de mesures de défense. Or, si la mise en place de mesures qui visent à faire obstacle au succès d'une offre n'est pas en soi contraire au principe de libre jeu, les défenses qui constitueraient un obstacle absolu à la réussite d'une offre sont, elles, prohibées²¹⁹¹. Mais que décider en présence d'une société qui, prétextant protéger son intérêt social, mettrait en place des défenses empêchant, dans l'absolu, le succès de toute offre formulée sur ses titres ? La jurisprudence ne s'est, semble-t-il, jamais

²¹⁸⁶ V. *supra* n°573 et s.

²¹⁸⁷ H. De VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, « Data rooms. Conditions de mise en œuvre lors des cessions de blocs d'actions de sociétés cotées », *préc.*, p.37.

²¹⁸⁸ D. SCHMIDT, « Commentaire de la recommandation n°2003-01 de la COB relative aux procédures dites de Data Room », *préc.*, n°23 ; Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER et M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres et des surenchères et procédures de salles d'information (« Data rooms ») », *préc.*, n°11.

²¹⁸⁹ AMF, Reco. DOC-2016-08, *préc.*, p.53.

²¹⁹⁰ Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres et des surenchères et procédures de salles d'information (« Data rooms ») », *préc.*, n°11.

²¹⁹¹ V. *supra* n°533.

prononcée sur ce point. L'analogie avec les solutions qui précèdent laisse toutefois penser qu'un tel conflit se résoudrait en faveur de la liberté des offres et que de telles défenses seraient neutralisées. C'est d'ailleurs en ce sens que s'est positionnée l'AMF à l'occasion de l'affaire Veolia-Suez. Dans un communiqué du 2 avril 2021, l'AMF estima ainsi que la régularité des mesures de défense adoptées en cours d'offre n'était pas seulement fonction de leur conformité à l'intérêt social de la société, comme pouvait le laisser entendre la lettre de l'article L.233-32 I du Code de commerce, mais dépendait également du respect des principes des offres, et notamment de celui du libre jeu²¹⁹². Si cette position appelle différentes remarques, notamment sur la contrariété au libre jeu des défenses mises en œuvre, qui n'étaient pas absolues²¹⁹³, et sur la place des principes généraux des offres au sein de la hiérarchie des normes²¹⁹⁴, elle révèle avant tout que l'intérêt de la société visée ploie sous la force des principes qui régissent la procédure d'offre. Alors qu'en droit des sociétés, l'intérêt social borne l'application de certains principes généraux, comme celui d'égalité des associés²¹⁹⁵, en droit des offres, ce sont les principes qui régissent ces procédures qui bornent le jeu de l'intérêt social.

708. Justifications de l'effacement de l'intérêt social au profit du libre jeu. Plusieurs arguments justifient l'effacement de l'intérêt social au profit des exigences de libre jeu.

Le premier tient au fait que les règles de droit des sociétés qui encadrent la compétence des organes de direction de la société ne constituent pas des sphères autonomes déconnectées du reste de l'ordre juridique. Les mesures défensives, même prises conformément à l'intérêt social, demeurent soumises aux autres normes qui régissent le droit positif, et notamment au respect des principes généraux des offres. L'article L.233-32 I du Code de commerce ne saurait être considéré comme un blanc-seing qui autoriserait par avance et sans contrôle toute défense dès lors qu'elle entrerait dans les pouvoirs du conseil d'administration et se placerait dans la limite de l'intérêt social²¹⁹⁶. Comme cela a pu être souligné à l'occasion de la

²¹⁹² AMF, *Communiqué de presse*, 2 avr. 2021, *préc.* ; *Précisions sur le rôle de l'AMF dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez*, *préc.*, p.8-9.

²¹⁹³ V. *supra* n°539 et n°540.

²¹⁹⁴ V. *infra* n°791 et n°790.

²¹⁹⁵ V. *supra* n°463.

²¹⁹⁶ Dans le même sens v. D. SCHMIDT, « Les défenses de Suez contre l'OPA de Veolia », *préc.*, n°69 et s. ; « Les principes directeurs des OPA et l'article L. 233-32 du Code de commerce », *préc.*, n°3 ; Th. BONNEAU, « Les compétences respectives de l'AMF et du juge dans le traitement des mesures », *Bull. Joly Bourse* mai-juin 2022, p.48, *spéc.* n°11 ; A. PIETRANCOSTA, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *préc.*, n°11 et n°13 ; AMF, *Précisions sur le rôle de l'AMF dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez*, *préc.*, p.9 ; *contra* D. MARTIN, « L'incessibilité ou la cession d'actifs d'une société cible d'une offre publique est-elle possible et dans quelles conditions ? », *préc.*, n°24 ; D. MARTIN, M. THUILLIER, « Principe du libre jeu des offres et des surenchères et Loi Florange : retour vers le futur ? », *préc.*, p.168 à p.170.

transposition de la directive OPA, le pouvoir accordé à l'assemblée générale pour décider de l'adoption de mesures de défense « doit s'exercer dans le respect des principes généraux des offres publiques dont l'AMF est garante, au premier rang desquels le libre jeu des offres et des surenchères »²¹⁹⁷. Après l'entrée en vigueur de la loi Florange et le transfert de ce pouvoir au conseil d'administration de la société, la quasi-totalité de la doctrine a d'ailleurs souligné que les mesures défensives demeuraient soumises au respect des principes des offres²¹⁹⁸. L'article L.233-32 I du Code de commerce n'a donc pas vocation à trancher la question de l'articulation du droit des sociétés et du droit financier²¹⁹⁹. Cette disposition n'octroie à la société ni permis de bafouer les principes des offres, ni brevet général de licéité²²⁰⁰. Elle n'influe pas sur l'obligation de se conformer aux exigences du droit spécial.

Un deuxième argument, tiré de la théorie du droit, justifie que les considérations relatives à l'intérêt social viennent à plier devant celles du libre jeu des offres. En effet, si ces deux concepts font figure de principes généraux, l'un est issu du droit commun des sociétés, tandis que l'autre provient du droit spécial. En considération de l'adage *specialia generalibus derogant*, qui règle les interférences entre deux normes spéciales et générales dotées d'une vocation concurrente à régir une situation donnée, il apparaît cohérent de faire primer l'exigence spéciale de libre jeu des offres sur celle générale de respect de l'intérêt social. Comme le relève Monsieur Jean-Louis Bergel, les principes limités à certaines matières s'appliquent de préférence aux principes dont le domaine est plus étendu²²⁰¹.

Enfin, un argument pratique soutient la primauté du principe de libre jeu sur celui de l'intérêt social. Il tient à l'admission à la cote des titres de la société visée. En effet, lorsqu'une société souhaite procéder à l'admission de ses titres sur un marché financier, elle accepte nécessairement de se conformer aux règles qui régissent ce marché. Sans renier le cadre juridique dicté par la forme sociétaire, le choix effectué par la société implique alors qu'elle s'engage, en toute hypothèse, à respecter les exigences qui assurent le bon fonctionnement du marché financier. De cette démarche volontaire découle l'obligation de

²¹⁹⁷ Ph. MARINI, *Rapport Sénat* n°20, 13 oct. 2005, p.79.

²¹⁹⁸ P.-H. CONAC, « Transposition des dispositions relatives aux OPA de la loi Florange du 29 mars 2014 dans le RG AMF », *Rev. Soc.* 2014, p.598 ; A. PIETRANCOSTA, "The latest reform of French takeover law : the "Florange act" of March 29, 2014", *RTDF* 2014/3, p.42 et s., *spéc.* p.50 ; B. COURTEAULT, « Loi « Florange » du 29 mars 2014 : dispositions relatives aux offres publiques », *RLDA* sept. 2014, p.35 et s., *spéc.* p.40 ; D. FORNONI, « Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange », *préc.*, n°46.

²¹⁹⁹ AMF, *Précisions sur le rôle de l'AMF dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez*, *préc.*, p.9.

²²⁰⁰ A. PIETRANCOSTA, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *préc.*, n°14.

²²⁰¹ J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit*, *op cit.*, n°87.

respecter les exigences structurelles de ce marché, telles que celle de libre compétition²²⁰². Le sens de la priorité s'explique donc par l'adhésion volontaire aux règles de marché. Mais si elle se justifie, cette priorité n'est pas neutre, et peut être décriée en ce qu'elle aboutit à faire primer la logique du marché sur celle de la bonne marche sociale²²⁰³. L'intérêt social n'est cependant pas totalement sacrifié sur l'autel du marché. Il est simplement congédié lorsque son respect implique de mettre en place des défenses absolues ou d'attribuer un avantage déterminant par avance le succès d'une offre.

709. Conclusion de Section. Dépourvus de sens particulier en période d'offre, l'intérêt social et la nécessité de s'y conformer ne revêtent pas non plus de fonctions distinctes de celles qui sont les leurs en droit des sociétés. Le respect de l'intérêt social est un principe attaché à la gestion de toute société, comme le dispose l'article 1833 du Code civil. Si cette exigence est reproduite aux articles L.233-32 I du Code de commerce et 231-7 du Règlement général de l'AMF, il ne faut donc pas y voir un impératif inédit, mais un simple rappel que l'exigence ne cesse pas aux portes du droit spécial. Issu du droit des sociétés, le respect de l'intérêt social est donc toujours apprécié par les tribunaux judiciaires et le juge commercial, y compris en période d'offre. Ce principe général peut cependant conduire une société à manquer aux exigences du droit des offres. En effet, l'intérêt social et le libre jeu des offres et des surenchères sont susceptibles de produire des interférences qui amènent à s'interroger sur l'articulation de ces deux principes. Les réponses apportées par la jurisprudence sont limpides. Qu'il s'agisse de l'octroi d'un avantage ou de l'adoption de mesures de défense, les autorités n'ont jamais toléré qu'une justification tirée du respect de l'intérêt social permette d'outrepasser les limites fixées pour garantir le libre jeu des offres et des surenchères. Si, en période d'offre, le respect de l'intérêt social continue à s'imposer aux différents organes de la société, le principe se trouve néanmoins relégué au second plan.

²²⁰² M.-A. FRISON-ROCHE, « Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier », *préc.*

²²⁰³ A. VIANDIER, « Critère de la recevabilité d'une offre publique d'achat », *préc.*, n°26.

710. Conclusion de Chapitre. Principe général du droit des sociétés, le respect de l'intérêt social assure la bonne gestion de la société au cours de toute son existence. La nécessité d'agir conformément à cet intérêt perdure donc logiquement en période d'offre. Dans ce contexte, l'exigence continue à jouer son rôle traditionnel sans produire de conséquences inédites. Doublet de l'impératif qui s'applique en droit des sociétés, l'obligation de se conformer à l'intérêt social ne saurait être considérée comme un principe spécifique à la réglementation des offres. Son étude dans le contexte particulier d'une offre publique est néanmoins riche d'enseignements. Parce que cet impératif relève du droit des sociétés, il revient à son juge naturel, le juge judiciaire, de se prononcer sur la conformité à l'intérêt social des actes réalisés pendant le déroulement d'une offre. De même, parce que le respect de l'intérêt social est issu du droit commun des sociétés, ses implications cèdent parfois devant les exigences droit spécial. Si l'intérêt social peut justifier l'adoption de mesures visant à avantager ou à contrarier l'initiateur d'une offre, il ne saurait pour autant excuser une atteinte au principe de libre jeu des offres et des surenchères. En cas de conflit entre ces deux principes, priorité est donnée au second. En période d'offre, la boussole de l'intérêt social s'efface derrière le compas du libre jeu.

CHAPITRE 3. LE SAUVETAGE DE LA SOCIÉTÉ : PRINCIPE EMBRYONNAIRE DES OFFRES

711. L'objectif de sauvetage des entreprises en difficulté. Le sauvetage des entreprises en difficulté est au cœur des procédures collectives. Pour assurer la sauvegarde de l'activité des entreprises, le législateur autorise des dérogations toujours plus nombreuses aux règles qui régissent normalement le fonctionnement des sociétés. Cet objectif de sauvetage, moins justifié par l'intérêt propre des sociétés concernées que par l'intérêt général et le maintien de l'emploi²²⁰⁴, autorise à procéder à des augmentations de capital forcées, à imposer des cessions de droits sociaux aux associés²²⁰⁵ et à passer outre leur consentement pour adopter et mettre en œuvre un plan de restructuration²²⁰⁶.

Le droit des offres n'échappe pas à ce mouvement. Les règles qui régissent les offres publiques ont également été aménagées afin de ne pas obstruer le sauvetage des sociétés cotées. Transposant l'article 5 4° de la directive OPA, l'article 234-6 2° du RG AMF permet par exemple à l'initiateur tenu de déposer une offre sur une société en situation de difficulté financière avérée de déroger à la règle du prix plancher. De la même façon, alors que tout actionnaire dépassant le seuil de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée est en principe tenu au dépôt d'une offre, une dérogation peut être octroyée sur le fondement de l'article 234-9 2° du RG AMF lorsqu'un tel dépassement procède d'une augmentation de capital en numéraire validée par l'assemblée générale d'une société en difficulté.

712. Annonce. Au-delà de ces dispositions particulières, l'examen de la pratique décisionnelle révèle que l'AMF s'écarte parfois de la lettre des textes pour ne pas obstruer la restructuration de sociétés cotées. L'impératif de sauvetage des sociétés en difficulté déploie ainsi de véritables effets de droit en dehors des prévisions de la loi. Faute de n'avoir jamais été reconnu par le législateur, la jurisprudence ou la doctrine, cet impératif échoue à remplir le critère formel attaché à la qualification de principe général²²⁰⁷. Il fait dès lors figure de principe embryonnaire des offres. Qu'il s'agisse des obligations relatives au dépôt d'une offre (**Section 1**) ou des règles qui régissent leur déroulement (**Section 2**), ce principe en gestation agit comme un correctif de la réglementation, correctif que l'autorité de marché gagnerait à ériger en principe général.

²²⁰⁴ Cons. Const., n°2015-715 DC, 5 août 2015, *Loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques*, spéc. n°142.

²²⁰⁵ Art. L.631-19-2 Code com.

²²⁰⁶ Art. L.626-32 Code com.

²²⁰⁷ V. *supra* n°52.

Section 1. Le sauvetage de la société et l'obligation de déposer une offre

713. Annonce. Dans plusieurs hypothèses, la réglementation impose de procéder au dépôt d'une offre publique²²⁰⁸. En présence de sociétés en difficulté, il arrive pourtant que l'autorité de marché s'écarte de la lettre de son Règlement général pour octroyer des dérogations à l'obligation de déposer une offre. Seule l'existence d'un principe sous-jacent de sauvetage des sociétés en difficulté explique cette pratique, qui a cours aussi bien en matière d'offres d'achat (§.1), que d'offres de retrait (§.2).

§.1 Le sauvetage de la société et les dérogations au dépôt d'une offre d'achat

714. La dérogation légale à l'obligation de déposer une offre en présence d'une société en difficulté. Il résulte des articles L.433-3 I alinéa 1 du Code monétaire et financier, 234-2 et 234-5 du RG AMF, que toute personne qui vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société cotée, est tenue de déposer un projet d'offre publique. De même, toute personne détenant directement ou indirectement un nombre compris entre 30 % et la moitié du capital ou des droits de vote d'une société et qui, en moins de douze mois consécutifs, augmenterait cette détention d'au moins 1 % est également tenue au dépôt d'une offre. Devant la généralité de ces obligations, la réglementation prévoit néanmoins plusieurs aménagements. Certaines consistent en des dérogations et sont listées à l'article 234-9 du RG AMF. Parmi cette liste limitative²²⁰⁹, le 2° de l'article vise l'hypothèse dans laquelle le franchissement du seuil en capital ou en droit de vote résulterait de la souscription à « l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière, soumise à l'approbation de l'assemblée générale de ses actionnaires ». En déchargeant les investisseurs qui effectuent un apport de fonds au profit de sociétés en difficulté, la réglementation incite, ou à tout le moins n'obstrue pas le sauvetage des entreprises. Pour profiter de ce cas de dérogation, trois conditions doivent être cumulativement remplies. La première requiert que la société en cause soit en « situation avérée de difficulté financière », état qui se distingue de celui de cessation des paiements²²¹⁰. La deuxième exige la « souscription à une augmentation de capital », sachant que l'AMF retient une interprétation souple de cette condition et assimile à l'augmentation de capital la

²²⁰⁸ V. *supra* n°267, n°272 et n°273.

²²⁰⁹ Le caractère limitatif de ces dérogations résulte de la lettre de l'article 234-9 RG AMF comme des décisions rendues par l'autorité de marché (CMF, n°198C0923, 6 oct. 1998 *Lucia* ; CMF, *Rev. mens. nov.* 1998, n°13, p.121).

²²¹⁰ A. MASON, D. BURGALA, « Aspects de droit boursier des restructurations », *Cah. dr. entr.* 2011/4, p.24 et s., *spéc.* p.31.

souscription à une émission de valeurs mobilières susceptibles de donner accès au capital²²¹¹. La troisième tient à ce que l'augmentation de capital ait été, ou soit soumise à « l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires ». Cette dernière condition, qui protège les actionnaires existants face au risque de dilution, exclut que l'augmentation de capital soit décidée par le conseil d'administration ou le directoire de la société dans le cadre d'autorisations accordées périodiquement par l'assemblée générale²²¹². Par le prisme de cette dérogation, l'objectif d'intérêt général de sauvegarde des entreprises en difficulté trouve une traduction directe dans la réglementation des offres. L'autorité de marché n'hésite pas à en faire application²²¹³.

715. Les dérogations extra-légales à l'obligation de déposer une offre en présence d'une société en difficulté. À côté des décisions qui reposent sur une juste application du Règlement général, on en trouve d'autres qui en déforment la lettre afin de ne pas entraver le sauvetage d'une société en situation de difficulté. Parmi la liste que dresse l'article 234-9 du RG AMF, le deuxième cas est clair : seul le dépassement d'un seuil qui résulte d'une augmentation de capital autorisée par l'assemblée générale d'une société en difficulté ouvre droit au bénéfice de la dérogation. Il ne faut cependant pas bien longtemps avant de découvrir des décisions dans lesquelles l'autorité de marché s'écarte de ces conditions pour consentir des dérogations *extra-legal*. Deux tendances peuvent être observées.

716. L'argument du tout indissociable. La première est que l'AMF use parfois du concept de « tout indissociable » pour justifier l'écart avec les prévisions de l'article 234-9 2° du RG AMF. Une décision de dérogation en date du 19 mars 2008 en constitue une illustration²²¹⁴. En l'espèce, la société Tonna Électronique faisait l'objet d'un redressement judiciaire et d'un projet de recapitalisation initié par la société Financière Pontoise. Dans ce contexte, la société Financière Pontoise bénéficiait d'une promesse de vente, pour un euro symbolique, de la majorité des titres de la société Financière Tonna, société qui détenait elle-même 60 % du capital de Tonna Électronique. Postérieurement à l'exercice de cette

²²¹¹ CMF, déc. n°202C0076, 15 janv. 2002, *Highwave Optical Technologies*.

²²¹² A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1710 ; A. MASON, D. BURGALA, « Aspects de droit boursier des restructurations », *préc.*, p.31.

²²¹³ Pour des illustrations récentes v. AMF, déc. n°213C0323, 7 mars 2013, *Belvédère* ; déc. n°214C2046, 2 oct. 2014, *Theolia* ; déc. n°215C0894, 24 juin 2015, *Latecoère* ; déc. n°215C1035, 15 juill. 2015, *Zublin Immobilière Finance* ; déc. n°215C1820, 26 nov. 2015, *Medasys* ; déc. n°216C0550, 24 févr. 2016, *Geci International* ; déc. n°216C0689, 17 mars 2016, *Freelance.com* ; déc. n°216C2923, 23 déc. 2016, *Solocal Group* ; déc. n°218C0947, 29 mai 2018, *Vergnet SA* ; déc. n°219C0222, 6 févr. 2019, *Marie Brizard Wine and Spirits* ; déc. n°219C0492, 20 mars 2019, *Genomic Vision* ; déc. n°219C0881, 29 mai 2019, *Alpha Mos* ; déc. n°220C2116, 24 juin 2020, *Orapie* ; déc. n°220C2751, 29 juill. 2020, *Solocal Group* ; déc. n°221C0695, 1^{er} avr. 2021, *Vallourec* ; déc. n°223C0792, 26 mai 2023, *Orpéa* ; *Dr. Soc.* août-sept. 2023, comm. 103, note O. De Baillencourt.

²²¹⁴ AMF, déc. n°208C0523, 19 mars 2008, *Tonna Electronique*.

promesse, le projet de restructuration prévoyait la réalisation d'une augmentation de capital réservée à Financière Tonna, qui aurait déjà détenu, grâce à la réalisation de la promesse de vente, la majorité du capital de Tonna Électronique. Une demande de dérogation à l'obligation de déposer une offre fut déposée auprès de l'AMF. Consciente que l'article 234-9 2° ne pouvait trouver à s'appliquer puisque le dépassement du seuil de 30 % résulterait non pas d'une augmentation de capital approuvée par les actionnaires mais de la cession du contrôle pour un euro symbolique à un nouvel actionnaire de contrôle, l'AMF décida tout de même d'accorder la dérogation. Après avoir observé « que la situation de dépôt obligatoire d'un projet d'offre résultera de l'acquisition par Financière Pontoise du contrôle de la société Financière Tonna », l'autorité releva que cette cession serait toutefois suivie d'un apport en compte courant puis d'une augmentation de capital réservée et soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. Elle octroya alors la dérogation aux motifs que les opérations prévues s'inscrivaient « dans le cadre d'un plan de continuation » et formaient « un tout indissociable ».

717. Cette solution, qui, au demeurant, n'est pas isolée²²¹⁵, démontre que l'autorité accorde parfois des dérogations *extra-legem* afin de faciliter le sauvetage d'entreprises en difficulté. Alors que l'hypothèse d'espèce n'entrait pas dans le champ du dispositif réglementaire, un bricolage juridique permit de sauver les apparences et de faire primer l'impératif de sauvetage. Il ne faut pourtant pas longtemps pour cerner la part d'artifice et apercevoir, derrière l'argument du « tout indissociable », l'apparition timide d'un principe correcteur de la réglementation des offres.

718. L'argument des circonstances de fait. Une autre expression, employée dans une décision de dérogation du 28 novembre 2013²²¹⁶, permet également à l'autorité de marché de corriger la rigidité de l'article 234-9 2° du RG AMF. L'espèce concernait l'acquisition au prix symbolique d'un euro, par la société Fashion Holding, d'environ 75 % du capital de la société Financière Marjos qui connaissait alors de graves difficultés. À l'issue de cette acquisition, le cessionnaire franchit en hausse le seuil de 30 % du capital de Financière Marjos, ce qui lui imposait de procéder au dépôt d'une offre publique. Le nouvel actionnaire de contrôle sollicita alors une dérogation auprès de l'AMF en faisant notamment valoir que la société dont le contrôle avait été acquis n'avait plus d'activité, que le prix de cession du bloc du contrôle avait été payé au prix d'un euro symbolique, et que lui imposer le dépôt d'une offre le conduirait à supporter des frais importants, ce qui n'était pas dans l'intérêt de

²²¹⁵ On retrouve l'argument du « tout indissociable » dans d'autres solutions, qui concernent toujours des sociétés en difficulté (AMF, déc. n°210C0240, 12 mars 2010, *Mecelec* ; déc. n°217C1044, 24 mai 2017, *Groupe Flo*).

²²¹⁶ AMF, déc. n°213C1832, 28 nov. 2013, *Financière Marjos* ; AMF, *Rapport annuel* 2013, p.100.

la société Financière Marjos, dans la mesure où cette somme pouvait permettre de régler les échéances de son plan de continuation. Malgré les difficultés financières avérées de la société en cause, aucun de ces arguments ne permettait d'obtenir une dérogation à l'obligation de déposer une offre. L'investisseur avait ici acquis le contrôle par achat de bloc et non par augmentation de capital, condition pourtant indispensable pour bénéficier de la dérogation prévue à l'article 234-9 2° du RG AMF²²¹⁷. La dérogation fut néanmoins accordée. Pour contourner l'obstacle, l'autorité de marché remarqua d'abord que la société concernée faisait l'objet d'un plan de continuation, n'avait plus d'activité depuis son acquisition par la société Fashion Holding et, qu'au regard de sa situation nette négative, le prix auquel devrait être libellé le projet d'offre publique, en application des articles 234-2 et 234-6 du RG AMF, ne serait pas supérieur au prix payé pour l'acquisition du bloc de contrôle. Cette première observation n'appelle aucune critique. L'article 234-6 2° du RG AMF est limpide : les difficultés rencontrées par une société visée par une offre peuvent justifier de déroger au prix plancher normalement exigé. L'AMF souligna ensuite que la société Fashion Holding s'engageait, dans le cadre de la reprise de la cotation des actions Financière Marjos à « désintéresser » le marché au prix de 0,05 € par action sur une durée de deux mois à compter de la reprise de la cotation, soit à un prix supérieur à celui exigé en application de l'article 234-6. Si la remarque a son importance, elle n'influe en rien sur le caractère obligatoire de l'offre en cas de dépassement du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote. Enfin, l'AMF observa que la société était en situation de difficulté financière avérée telle que visée à l'article 234-9 2°, et que la société Fashion Holding, bien que n'ayant pas souscrit à une augmentation de capital, avait procédé à des avances en compte courant. Cette dernière observation montre que l'autorité avait conscience que le cas d'espèce ne pouvait justifier l'octroi d'une dérogation sur le fondement de l'article 234-9 du RG AMF. L'AMF estima pourtant que « sur ces bases, considérant que l'application des principes gouvernant les offres publiques visés à l'article 231-3 du règlement général [...] doit nécessairement tenir compte de l'ensemble des circonstances de fait qui prévalent à ce jour, [...] il n'y avait pas lieu de faire obligation à la société Fashion Holding de déposer un projet d'offre publique visant les actions Financière Marjos ». Par cette affirmation, l'AMF admit que « des circonstances de fait », derrière lesquelles se profilait la volonté de sauvetage d'une société cotée, pouvaient conduire à assouplir les principes gouvernant les offres et à attribuer, *ex nihilo*, une dérogation à l'obligation de déposer une offre.

719. Une démarche proche a été suivie pour la dérogation accordée dans le cadre de la restructuration d'Orpéa. Dans sa décision du 26 mai 2023, l'AMF fit jouer l'article 234-9 2° de son Règlement général alors même que rien n'assurait que les augmentations de capital

²²¹⁷ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.*, n°1613.

envisagées dans le plan de sauvegarde soient approuvées par l'assemblée générale des actionnaires d'Orpéa²²¹⁸. En l'espèce, les deux premières conditions de l'article 234-9 2° ne faisaient pas débat. Orpéa était indiscutablement en situation de difficulté financière et envisageait la réalisation de plusieurs augmentations de capital. La décision relève ainsi que la société connaissait un risque de liquidité et de continuité d'exploitation qui avait justifié l'ouverture de deux procédures de conciliation, la dernière ayant mené à l'ouverture d'une procédure de sauvegarde accélérée. L'AMF observe ensuite que les seuils de l'offre obligatoire seront franchis par les membres du groupement qui participent au sauvetage d'Orpéa à la suite des augmentations de capital projetées. La troisième condition, relative à l'approbation de l'opération par l'assemblée générale des actionnaires, était cependant plus délicate à apprécier. Les augmentations de capital envisagées s'inscrivant dans le cadre d'un plan de sauvegarde accélérée, elles n'avaient pas vocation à être soumises à l'approbation d'une assemblée générale. En effet, le droit des procédures collectives exclut les règles traditionnelles de compétence qui régissent le droit des sociétés. Il prévoit que seules les classes de parties affectées sont appelées à approuver le projet de plan de sauvegarde accéléré²²¹⁹, et que les actionnaires composent l'une de ces classes, celle des « détenteurs de capital »²²²⁰. A proprement dit, aucune assemblée générale des actionnaires n'était par conséquent appelée à se prononcer sur les augmentations, seule la classe des détenteurs de capital ayant à en connaître, à des conditions différentes de celles qui régissent le fonctionnement d'une assemblée générale. L'intervention d'une classe de partie affectée, dont les modalités de convocation et les règles de quorum diffèrent de celle d'une assemblée générale n'équivalait donc pas à une approbation par l'assemblée générale des actionnaires. L'AMF assimila pourtant les deux dispositifs et estima que « si les actionnaires réunis en classe de parties affectées approuvent le projet de plan de sauvegarde, ils approuveront *de facto* les augmentations de capital prévues dans le cadre dudit plan ». Au-delà de cette première difficulté, un obstacle supplémentaire se présentait à l'autorité de marché pour mettre en œuvre l'exception prévue à l'article 234-9 2° du RG AMF. En pratique, l'article L.632-32 du Code de commerce autorise le tribunal à arrêter le plan de sauvegarde par application forcée interclasses lorsque des classes n'ont pas approuvé le plan²²²¹. Il est pourtant difficile de considérer que l'application forcée du plan revient littéralement à ce que les augmentations de capital soient approuvées par l'assemblée générale des actionnaires. En effet, si l'article L.626-32 I du Code de commerce pose une fiction en considérant que le

²²¹⁸ AMF, déc. n°223C0792, 26 mai 2023, *préc.*

²²¹⁹ Art. L.626-30-2 Code com.

²²²⁰ Art. L.626-30 Code com.

²²²¹ Cette hypothèse se produisit d'ailleurs quelques semaines plus tard, le Tribunal de Nanterre ayant procédé à une application forcée du plan (TC Nanterre, n° 2023J00281, 23 juill. 2023, *Orpéa*).

jugement prononçant l'application forcée vaut « approbation des modifications de la participation au capital ou des droits des détenteurs de capital ou des statuts prévues par le plan », il n'énonce pas que le jugement équivaut à une approbation de « l'assemblée générale », comme l'exige la lettre de l'article 234-9 2° du RG AMF qui, parce qu'elle pose une exception, est d'interprétation stricte. L'AMF contourna la difficulté en retenant une lecture de l'article 626-32 du Code de commerce permettant d'articuler cette disposition avec les exigences du Règlement général. L'autorité estima que « l'approbation des actionnaires sera réputée acquise » au motif que le tribunal « se voit attribuer, par la loi, les prérogatives de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, aux fins de décider les augmentations de capital et les modifications statutaires prévues par le plan ». Il fait pourtant peu de doutes que la réunion des actionnaires en classes de parties affectées ou le contournement de leur approbation en assemblée générale par le biais d'une application forcée interclasses n'équivalaient pas exactement à remplir la condition posée à l'article 234-9 2° du RG AMF²²²². La souplesse dont fit preuve l'autorité de marché dans l'appréciation des conditions d'octroi de la dérogation se justifie de nouveau par « les circonstances de l'espèce » qui entouraient le sauvetage nécessaire de la société Orpéa²²²³.

720. Ces affaires montrent que les exigences qui régissent normalement le processus d'offre cèdent parfois devant l'impératif de sauvetage des sociétés en difficulté. Un principe correcteur semble poindre. Produisant des conséquences normatives au-delà de la lettre des textes, le principe demeure toutefois embryonnaire, faute de ne jamais avoir été reconnu par la doctrine, la jurisprudence ou la loi.

721. Arguments en faveur de la consécration d'un principe correcteur de sauvetage. Les décisions précitées interrogent : pourquoi l'AMF préfère-t-elle fonder ces dérogations extra-légales sur l'existence d'un « tout indissociable » ou de « circonstances de fait » plutôt que donner vie à l'impératif de sauvetage des sociétés en difficulté ? La reconnaissance de cet impératif et son élévation au rang de principe général des offres, parfaitement envisageable²²²⁴, emporteraient deux avantages. En premier lieu, cette consécration couperait court à l'utilisation de critères flous qui ouvrent d'importantes brèches dans la digue que constitue l'article 234-9 du RG AMF. En effet, si les solutions précitées sont encore

²²²² Dans le même sens v. O. De BAILLIENCOURT, « Dérogation ORPEA : quand l'intérêt des personnes âgées prime celui des actionnaires », *Dr. Soc.* août-sept. 2023, comm. 103.

²²²³ AMF, déc. n°223C0792, 26 mai 2023, *préc.*, p.5.

²²²⁴ Sur le caractère non limitatif des principes listés au sein du Règlement général v. AMF, *Rapport annuel* 2014, p.91 et l'emploi de l'adverbe « notamment » : « Ces accords pourraient, par analogie, être qualifiés d'engagements d'apport irrévocables à une offre publique, lesquels sont prohibés par les principes gouvernant les offres publiques (notamment ceux qui sont visés à l'article 231-3 du règlement général) ».

marginales aujourd'hui, rien n'assure que la prise en compte des circonstances de fait ne deviendra pas demain un moyen commode d'échapper aux dépôts obligatoires d'offre publique. Rappelons que les règles relatives aux offres obligatoires visent à assurer la protection des actionnaires minoritaires, pilier du droit des offres, et qu'ouvrir sans bornes les cas de dérogations pourrait entraîner la ruine de tout l'édifice. En second lieu, consacrer ce principe permettrait de lui adjoindre un régime clair, gage de sécurité juridique. L'autorité de marché pourrait s'y référer dans ses décisions et dresser les contours de son identité juridique. La doctrine serait alors à même d'en systématiser les conséquences. En l'état, le principe n'émerge qu'entre les lignes, ce qui empêche de déterminer sa teneur.

722. Propositions de critères conditionnant la mise en œuvre de ce principe correcteur. À supposer que ce principe soit un jour reconnu, plusieurs critères assureraient que sa mise en œuvre demeure contenue dans des limites raisonnables. Ces critères pourraient être dégagés à partir de l'analyse des solutions rendues et par analogie avec les conditions qui encadrent l'exception d'entreprise défaillante, utilisée en droit de la concurrence, lorsqu'une entreprise est vouée à disparaître, pour autoriser une concentration malgré les problèmes concurrentiels qu'elle soulève²²²⁵.

Le premier de ces critères relève de l'évidence. Il touche à la situation de difficulté dans laquelle doit se trouver la société en cause. Cette exigence, qui figure à l'article 234-9 2° du RG AMF et au sein des décisions précitées, permettrait de circonscrire le jeu du principe aux hypothèses dans lesquelles la société rencontre des difficultés sérieuses qui, sans être équivalentes à l'état de cessation des paiements, pourraient mener à sa liquidation judiciaire et donc à sa disparition à plus ou moins court terme.

Le deuxième critère résiderait dans la comparaison entre les bénéfices attendus de l'opération projetée et ceux susceptibles de résulter de la mise en œuvre d'une offre d'achat. Si la comparaison est délicate à effectuer, elle pourrait être opérée à partir de deux indices. Le premier reviendrait à mettre en balance la contrepartie susceptible d'être proposée dans l'offre d'achat avec les avantages financiers attendus du plan visant à résoudre les difficultés financières de la société. Dans l'affaire Financière Marjos, l'AMF observa ainsi que l'actionnaire de contrôle proposait de désintéresser le marché à un prix supérieur au prix plancher qui découlerait de la mise en œuvre d'une offre obligatoire²²²⁶. Lorsqu'une telle appréciation s'avérerait trop aléatoire ou que les bénéfices liés à l'opération de restructuration apparaîtraient difficiles à déterminer, un second indice pourrait résider dans le taux

²²²⁵ Sur ce concept v. OCDE, *Roundtable on Failing Firm Defence*, 10 août 2010.

²²²⁶ AMF, déc. n°213C1832, 28 nov. 2013, *préc.*

d'approbation du projet de sauvetage, en mesurant le taux de participation à l'assemblée générale ayant eu à se prononcer sur ce projet et le pourcentage de vote en sa faveur²²²⁷.

Il serait enfin possible de conditionner le jeu du principe à ce que l'opération projetée préserve au maximum le sort des actionnaires minoritaires. Sur ce point, la dérogation octroyée sur le fondement de l'article 234-9 2° du RG AMF lors de la recapitalisation de Medasys est exemplaire²²²⁸. Confrontée à une situation financière fragile, la société Medasys avait décidé de combler ses pertes opérationnelles en procédant à une augmentation de capital réservée au profit de son principal actionnaire, ainsi qu'à l'émission de bons de souscription d'actions au profit de ses actionnaires. L'actionnaire bénéficiaire de l'augmentation, promis à franchir le seuil de 30 % du capital de Medasys, demanda à bénéficier de la dérogation prévue à l'article 234-9 2° du RG AMF. L'autorité de régulation, après avoir constaté que les conditions de l'article se trouvaient réunies, subordonna l'octroi de la dérogation à ce que l'actionnaire en question s'engage à n'exercer ses bons de souscription « que dans le but exclusif de compenser la dilution de sa participation au capital de Medasys qui pourrait résulter de l'exercice par d'autres actionnaires de tout ou partie de leurs bons de souscription », ce afin « de limiter la dilution que les actionnaires minoritaires [...] pourraient subir ultérieurement, une fois la société revenue à une situation financière saine »²²²⁹. Cette dernière considération fixe une limite saine à l'impératif de sauvetage. Celui-ci ne saurait jouer qu'autant qu'il n'aboutit pas à renforcer indûment la participation d'un actionnaire et ne nuit pas plus que de raison à la situation des minoritaires²²³⁰. Principe directeur des offres, la protection des minoritaires demeure ainsi le moteur de la réglementation, même dans la mise en œuvre de ses exceptions.

723. Synthèse. Au-delà des aménagements réglementaires à l'obligation de déposer une offre publique d'achat, la pratique décisionnelle de l'AMF démontre qu'elle n'hésite pas à octroyer des dérogations inédites en s'appuyant sur les difficultés financières rencontrées par la société qui fait l'objet d'un changement de contrôle. Ces dérogations s'expliquent en opportunité. Elles sont toutefois plus difficiles à justifier en droit, sauf à considérer qu'un impératif de sauvetage des entreprises guide implicitement la pratique de l'AMF. Ériger cet impératif au rang de principe général des offres permettrait de fonder juridiquement ces positions et assurerait une meilleure prévisibilité des solutions. Si ce choix était fait, il serait alors possible de fixer des conditions précises pour la mise en œuvre du principe. Pour qu'il

²²²⁷ Sur ce critère, qui semble être utilisé par l'AMF pour prononcer un non-lieu au dépôt d'une offre de retrait v. *infra* n°728.

²²²⁸ AMF, déc. n°211C1904, 19 oct. 2011, *Medasys* ; AMF, *Rapport annuel* 2011, p.104-105.

²²²⁹ AMF, *Rapport annuel* 2011, p.105.

²²³⁰ Pour une déduction analogue v. A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques, op cit.* n°1711.

puisse jouer, trois conditions cumulatives pourraient être exigées : que la société concernée soit en situation de difficulté financière avérée, que les bénéfices attendus de l'opération de sauvetage soient au moins équivalents à ceux qui résulteraient du dépôt d'une offre, et que l'opération soit pensée pour préserver au mieux le sort des minoritaires.

§.2 Le sauvetage de la société et le non-lieu au dépôt d'une offre de retrait

724. L'impératif de sauvetage de la société et l'obligation de déposer une offre de retrait. Si l'impératif de sauvetage permet de déroger à l'obligation de déposer une offre d'achat en dehors des prévisions de la loi, un phénomène identique se retrouve lorsque l'AMF est amenée à apprécier la nécessité de déposer une offre de retrait. L'application des articles 236-6 du RG AMF et L.433-4 I 3° du Code monétaire et financier l'illustre. En vertu de ces dispositions, les actionnaires qui contrôlent une société cotée sont tenus d'informer l'AMF lorsqu'ils décident « de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital ». Une fois l'information transmise, l'autorité de marché est chargée d'apprécier les conséquences de l'opération au regard des intérêts des détenteurs de titres de capital ou de droits de vote de la société et de décider s'il y a lieu à la mise en œuvre d'une offre de retrait. Parce qu'elles entraînent généralement d'importantes restructurations, il n'est pas rare que les opérations de sauvetage de sociétés cotées déclenchent la mise en œuvre d'une offre de retrait. C'est ce qui explique qu'une offre de retrait ait été déposée sur les titres de la société Areva en juillet 2017²²³¹. En l'espèce, le dépôt de l'offre faisait suite à la mise en œuvre d'un projet de restructuration diligenté par l'État français et qui prévoyait la cession du contrôle d'une filiale d'Areva ainsi que la perte du contrôle d'une autre²²³². Compte tenu de ces éléments, la mise en œuvre du projet de restructuration impliquait de déposer une offre de retrait afin de proposer aux minoritaires une porte de sortie à des conditions différentes de celle du marché.

725. La confusion de l'intérêt de la société à l'intérêt de ses actionnaires. Dans d'autres décisions au contraire, l'impératif de sauvegarde a conduit à écarter l'obligation de déposer une offre de retrait. En présence de sociétés en difficulté, l'autorité procède en effet à une lecture assez libre des conditions qui figurent à l'article 236-6 du RG AMF et tend à confondre l'intérêt de la société à celui de ses actionnaires.

²²³¹ AMF, déc. n°217C1768, 28 juill. 2017, *Areva*.

²²³² Sur le détail de la restructuration v. *Areva*, *Note d'information en réponse*, 28 juill. 2017, n°2.1.

726. La décision de non-lieu rendue le 7 février 2014 rend compte de la liberté prise par l'autorité de marché²²³³. À la suite d'un échec industriel, Geci International était confronté à de grandes difficultés financières. Pour résoudre ces difficultés et éviter l'état de cessation des paiements, les sociétés Alten et Geci International signèrent un protocole d'accord de conciliation organisant les modalités de reprise, par Alten, du pôle ingénierie de Geci international. En contrepartie, Alten s'engageait à reprendre diverses dettes sociales et fiscales de Geci Systèmes, à abandonner les créances et les dettes de toute nature entre plusieurs sociétés du groupe Geci, et à désintéresser un certain nombre de créanciers. L'exécution de ce protocole était néanmoins conditionnée à ce que la société Alten soit dispensée de déposer une offre de retrait sur Geci. Conformément aux articles L.433-4 I 3° du Code monétaire et financier et 236-6 de son Règlement général, l'AMF eut alors à examiner les conséquences du projet de cession du pôle ingénierie de Geci Internationale au regard « des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société ». Après avoir observé que le projet pouvait s'analyser comme la cession du principal des actifs de la société Geci, l'Autorité releva que le montant des passifs exigibles de cette société était très supérieur au montant des actifs disponibles, que l'opération apparaissait comme « la seule solution permettant d'éviter l'ouverture d'une procédure collective » et qu'elle permettrait à la société de retrouver « une situation financière *in bonis*, lui permettant de développer une activité, éventuellement bénéficiaire ». Sur ces bases, l'autorité considéra qu'il n'y avait pas lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait. Au regard des critères posés par les textes, la solution retenue est pourtant surprenante. Alors que la réglementation exige que les conséquences du projet soient appréciées au regard des droits et intérêts des actionnaires, on ne trouve ici aucune trace de cette appréciation dans les motifs retenus. Bien au contraire, c'est le sauvetage de la société et l'intérêt de celle-ci, qui ne fait pas entièrement corps avec celui des minoritaires, qui fondent la décision de non-lieu.

727. D'autres décisions procèdent au même assouplissement et confondent largement l'intérêt de la société avec celui de ses actionnaires. Dans ces décisions, l'AMF autorise les actionnaires de contrôle de sociétés en difficulté à ne pas déposer d'offre dès lors que la cession de ce qui pourrait constituer le principal des actifs de ces sociétés permet de surmonter les difficultés rencontrées et d'éviter leur disparition²²³⁴. Le respect des intérêts des actionnaires ne saurait pourtant être déduit de la simple conformité de l'opération à l'intérêt de la société en difficulté. En effet, la survie de la société n'est pas toujours la

²²³³ AMF, déc. n°214C0210, 7 févr. 2014, *Geci International*.

²²³⁴ V. par ex. AMF, déc. n°208C2236, 12 déc. 2008, *César* ; déc. n°216C2801, 14 déc. 2016, *Spir Communication* ; déc. n°220C1528, 14 mai 2020, *CNIM Group* ; déc. n°221C2347, 9 sept. 2021, *Pierre et Vacances*.

situation la plus avantageuse pour les actionnaires minoritaires, qui bien souvent, auront plus intérêt à être désintéressés dans le cadre d'une offre de retrait plutôt que d'attendre la réalisation d'un plan de restructuration au résultat incertain, d'autant que le débiteur de l'offre de retrait n'est pas la société en difficulté, mais son actionnaire de contrôle. L'interprétation de l'article 236-6 du RG AMF retenue par l'autorité s'avère particulièrement bienveillante vis-à-vis des actionnaires qui procèdent à la restructuration des sociétés qu'ils contrôlent. L'autorité se refuse à imposer le dépôt d'offres qui viendraient renchérir le coût du sauvetage de l'entreprise, et ce quitte à opérer quelques écarts avec la lettre des textes²²³⁵.

728. Arguments en faveur de la consécration d'un principe correcteur de sauvetage. Seul un principe correcteur de sauvetage des sociétés est à même d'expliquer ces décisions. De nouveau, l'absence de consécration de ce principe s'avère préjudiciable pour la prévisibilité du droit. Il est difficile de déterminer si le principe joue dès lors que la société en cause rencontre des difficultés financières et que l'opération projetée a une chance de les résoudre. Le cas échéant, comment expliquer que la cession du principal des actifs d'Areva, qui visait à résoudre les difficultés financières rencontrées par cette société, ait tout de même abouti à la mise en œuvre d'une offre de retrait ? Seule la reconnaissance explicite d'un principe correcteur de sauvetage permettrait d'en anticiper les effets et de conditionner sa mise en œuvre à des critères préétablis. Ces critères pourraient être identiques à ceux proposés pour déroger à l'obligation de déposer une offre publique d'achat²²³⁶. Il est d'ailleurs possible d'observer que dans certaines décisions de non-lieu au dépôt d'une offre de retrait, l'autorité souligne que l'opération envisagée est susceptible d'être plus avantageuse pour les minoritaires²²³⁷, ou qu'elle a été adoptée à une très large majorité par l'assemblée générale des actionnaires avec un taux de participation particulièrement élevé²²³⁸.

729. Conclusion de Section. La pratique qui entoure les dérogations au dépôt d'une offre d'achat rejoint celle des décisions de non-lieu au dépôt d'une offre de retrait : lorsqu'une société rencontre des difficultés, l'obtention d'un aménagement à l'obligation de déposer une offre est largement facilitée. L'AMF reconnaît des exceptions inédites qui reposent toutes sur l'état de difficulté financière dans laquelle se trouve une société cotée. Opportunes, ces exceptions se réalisent toutefois au détriment de la sécurité juridique. Faute de fonder

²²³⁵ Dans un sens proche à propos d'une décision de non-lieu rendue à l'occasion d'une opération visant à éviter la cessation des paiements d'une société cotée, v. S. ROBERT, « Non-lieu à OPR sur la société CNIM : curieuse articulation entre les notions d'actif principal et d'actifs significatifs », *Bull. Joly Bourse* nov. 2020, p.40 et s., *spéc.* p.46.

²²³⁶ V. *supra* n°722.

²²³⁷ AMF, déc. n°214C0210, 7 févr. 2014, *préc.*

²²³⁸ AMF déc. n°220C1528, 14 mai 2020, *préc.* Dans une moindre mesure v. déc. n°221C2347, 9 sept. 2021, *préc.*

explicitement ses décisions sur un principe général de sauvetage des sociétés cotées, l'autorité complique le travail de systématisation et empêche l'extraction de critères clairs d'application. Il faut donc souhaiter que la reconnaissance d'un principe correcteur de sauvetage ait lieu au plus tôt, d'autant que l'AMF a déjà fait part de sa volonté d'assouplir son Règlement général afin de ne pas obstruer les opérations de refinancement²²³⁹.

Section 2. Le sauvetage de la société visée et le déroulement des offres

730. Annonce. L'impératif de sauvetage des entreprises n'assouplit pas seulement l'obligation de déposer une offre publique. Il bouleverse également le déroulement de ces opérations. Sans l'appui d'aucun texte, l'autorité de marché admet de larges exceptions aux règles qui président normalement la procédure d'offre. En présence d'une société en difficulté financière, les règles relatives à la fixation de la contrepartie offerte (§.1), comme celles qui touchent au caractère irrévocable de l'offre (§.2) ploient sous la force de l'impératif de sauvetage.

§1. La contrepartie de l'offre déposée sur une société en difficulté

731. L'assouplissement des règles encadrant la fixation de la contrepartie lorsque la société est en difficulté. Parce que le prix ou la parité d'échange auxquels l'initiateur entreprend d'acquérir les titres visés par l'offre est une donnée fondamentale, de nombreuses règles entourent leur fixation²²⁴⁰. Quatre exigences connaissent des tempéraments lorsque la société visée par l'offre se trouve en situation de difficulté financière.

732. La dérogation au prix plancher de l'offre obligatoire. En vertu de l'article 234-6 du RG AMF, le prix proposé dans le cadre d'une offre obligatoire doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert, sur une période de douze mois précédant le fait générant l'obligation de déposer le projet d'offre. Le 2° de cette disposition, qui transpose l'article 5 4° de la directive OPA, permet de déroger à cette règle lorsque l'offre porte sur une société en situation de difficulté financière avérée. Les difficultés rencontrées par la cible justifient qu'il soit fait exception à la règle du prix plancher. Dès lors,

²²³⁹ En 2014, l'AMF a proposé d'introduire une dérogation à l'obligation de déposer une offre en cas de franchissement de seuil résultant d'une augmentation de capital approuvée par l'assemblée générale et réalisée à la suite de la mise en œuvre d'une garantie (AMF, *Consultation publique*, 13 mai 2014, p.3 et p.22). La proposition n'a pas été reprise dans le Règlement général.

²²⁴⁰ V. *supra* n°287 et s.

il n'est pas rare de voir l'initiateur d'une offre user de l'argument pour abaisser le coût global de son opération d'acquisition. Dans une décision Groupe Monceau Fleurs, les pertes constatées sur les deux derniers exercices de la société visée, alliées à la mise en œuvre d'un plan de sauvegarde sur celle-ci, permirent à l'initiateur de retenir un prix de 0,63 euro par titre dans le cadre de son offre, alors même qu'il avait précédemment souscrit des titres au prix de 2 euros²²⁴¹. Dans une offre déposée sur la société Lafuma SA, le recul significatif du chiffre d'affaires de la société, son placement en procédure de conciliation et l'existence de pertes opérationnelles nettes de quasiment 70 millions d'euros, autorisèrent l'initiateur à libeller son offre au prix de 14 euros par action alors qu'il avait, la même année, acquis des actions de la société visée pour un prix unitaire de 26 euros²²⁴². À travers cet aménagement au prix plancher, le droit encourage le sauvetage des sociétés cotées en difficulté. L'exception découle toutefois du jeu normal de la réglementation des offres. Elle diffère en cela des trois assouplissements qui vont suivre.

733. L'exception au caractère déterminable de la contrepartie au jour du dépôt du projet d'offre. Le deuxième tempérament que des difficultés financières sont susceptibles de justifier est relatif à l'exigence posée à l'article 231-13 II 1° du RG AMF. En vertu de cette disposition, l'initiateur d'une offre publique doit préciser dans son projet, « le prix ou la parité d'échange auxquels [il] offre d'acquérir les titres, les éléments qu'il a retenus pour les fixer et les conditions de paiement ou d'échange prévues ». En conséquence, le prix ou la parité retenue doit, dès le projet d'offre, être déterminé ou déterminable. À première vue, cette exigence participe du bon sens. Pourtant, en présence d'une société en difficulté, il arrive qu'une offre soit déclarée recevable alors qu'elle ne respecterait pas cette exigence au jour de la déclaration de conformité. La décision rendue le 4 avril 2007 à l'occasion de l'affaire Eurotunnel en témoigne²²⁴³. En l'espèce, l'offre publique s'inscrivait dans le cadre d'un plan de sauvegarde des sociétés du groupe Eurotunnel. En application de ce plan, le repreneur du groupe, la société GET SA, était tenu d'initier une offre publique d'échange sur les titres Eurotunnel. À ce titre, la société initiatrice s'engageait à remettre, pour chaque unité composée d'une action Eurotunnel SA et d'une action Eurotunnel PLC, une action ordinaire GET SA à émettre et un bon de souscription d'actions à émettre. À la lecture de la décision, on remarque toutefois que les caractéristiques des bons n'étaient pas déterminables. L'AMF relève en effet que « les caractéristiques financières des bons de souscription d'actions proposés telles qu'arrêtées dans le cadre du projet d'offre publique ne peuvent être déterminées à ce stade, celles-ci dépendant de paramètres qui ne peuvent être appréciés à ce

²²⁴¹ AMF, déc. n°213C0892, 10 juill. 2013, *Groupe Monceau Fleurs*.

²²⁴² AMF, déc. n°213C1914, 10 déc. 2013, *Lafuma SA*.

²²⁴³ AMF, déc. n°207C0622, 4 avr. 2007, *Eurotunnel*.

jour »²²⁴⁴. L'exigence posée à l'article 231-13 II 1° du RG AMF n'était donc pas respectée. Pourtant, cela n'a pas empêché l'autorité de déclarer conforme l'offre déposée. Cette entorse à la réglementation se justifie de nouveau par la volonté de ne pas entraver le refinancement des sociétés en difficulté. En effet, si l'AMF n'était pas passée outre l'impossibilité de déterminer les caractéristiques de ces bons, elle n'aurait eu d'autre choix que de prononcer l'irrecevabilité de l'offre, ce qui aurait fait échec au plan de sauvegarde du groupe Eurotunnel. Si l'assouplissement était certainement nécessaire, il est toutefois regrettable que sa cause n'apparaisse pas clairement.

734. L'exception à l'obligation de recourir à une expertise indépendante. En principe, lorsqu'une offre est susceptible de mettre en cause l'égalité des porteurs d'instruments financiers ou de générer des conflits d'intérêts, un expert indépendant doit être désigné afin de rendre un rapport sur les conditions financières de l'offre²²⁴⁵. Rien ne laisse penser que cette exigence ne trouverait plus à s'appliquer en présence d'une société en situation de difficulté financière avérée. En effet, aucun des textes qui posent l'obligation de désigner un expert ne prévoit une telle dérogation. Pourtant, dans la décision Eurotunnel précitée, l'AMF a considéré que « le projet d'offre publique d'échange étant une des composantes du plan de sauvegarde susvisé, les dispositions de l'article 261-1 du règlement général [n'étaient] pas applicables et, ce faisant, non plus celles de l'article 231-21 5° »²²⁴⁶. Par cette déclaration, l'autorité considère qu'en présence d'un plan de sauvegarde conditionné à la mise en œuvre d'une offre, la nomination d'un expert indépendant n'est plus nécessaire, la situation exceptionnelle de la société autorisant à s'affranchir de cette obligation. Les difficultés financières rencontrées par la société visée justifieraient ainsi un nouvel assouplissement des règles encadrant la détermination du prix de l'offre.

735. Tolérance à l'égard du nouveau débiteur de l'obligation de déposer une offre. Enfin, la volonté de sauvetage paraît également expliquer l'une des pratiques de l'AMF lorsqu'elle est confrontée à l'acquéreur d'un bloc de contrôle qui se refuse à déposer une offre. L'autorité peut demander à l'initiateur défaillant de déposer une offre libellée à un prix par action égal à celui touché par les cédants du bloc de contrôle²²⁴⁷. Il arrive néanmoins que le contrevenant se refuse à déposer une offre et cède sa participation. Dans cette situation, l'autorité ne sanctionne pas l'initiateur défaillant dès lors que la cession du bloc de contrôle donne lieu au dépôt d'une offre par le cessionnaire, à un prix au moins équivalent à celui qui

²²⁴⁴ AMF, déc. n°207C0622, 4 avr. 2007, *préc.*

²²⁴⁵ V. *supra* n°311.

²²⁴⁶ AMF, déc. n°207C0622, 4 avril 2007, *préc.*

²²⁴⁷ V. *supra* n°474.

aurait dû être fixé par l'initiateur d'origine. En conditionnant la nouvelle offre au respect de conditions financières équivalentes à celle qui aurait dû être déposée initialement, l'AMF admet alors qu'une substitution de débiteur de l'obligation de déposer une offre puisse avoir lieu²²⁴⁸. Force est toutefois de constater que l'AMF s'écarte parfois de sa propre pratique. Il arrive ainsi que l'autorité abandonne cette condition d'équivalence financière lorsque la société connaît des difficultés. L'offre publique déposée en 2005 sur la société Billon l'illustre. L'affaire débute au courant du mois d'avril 2004 lorsqu'une personne physique franchit, de concert, le seuil du tiers du capital et des droits de vote de la société Billon. Devant l'absence de dépôt d'un projet d'offre, l'autorité de marché ne tarda pas à saisir les juridictions judiciaires via son pouvoir d'injonction indirecte. À la suite du tribunal de grande instance, la Cour d'appel de Paris ordonna à l'initiateur défaillant de déposer sous astreinte un projet d'offre libellé à des conditions telles qu'il aurait pu être déclaré recevable s'il avait été déposé à temps, à savoir lorsque le prix unitaire de l'action Billon s'élevait à 1,70 euro²²⁴⁹. Le nouvel actionnaire de contrôle refusa néanmoins de se plier à l'injonction et céda sa participation à la société F.2 Participation. Celle-ci déposa alors un projet d'offre libellé à un prix unitaire de 0,13 euro par action, prix largement inférieur à celui exigé en premier lieu. Cette diminution des conditions financières de l'offre n'empêcha pourtant pas l'autorité de déclarer l'offre conforme²²⁵⁰. Cette solution, parfaitement *contra legem*²²⁵¹, éconduit les règles assurant la protection des minoritaires qui imposaient de retenir des conditions financières au moins équivalentes à celles qui s'imposaient à l'initiateur défaillant. Elle semble de nouveau s'expliquer par les difficultés rencontrées par la société visée. La décision rendue y fait d'ailleurs triplement référence : en indiquant d'abord que la société Billon, sa filiale et les filiales de cette dernière avaient « été placées en redressement judiciaire », en remarquant ensuite que la société était devenue une « coquille vide » et en relevant plus discrètement enfin les « conditions dans lesquelles [l'initiateur avait] acquis le contrôle de Billon »²²⁵².

²²⁴⁸ Sur cette pratique v. *infra* n°881.

²²⁴⁹ CA Paris, n°05/54287, 19 oct 2005 ; *RTD Com.* 2006, p.151, obs. N. Rontchevsky ; *Bull. Joly Bourse* mars 2006, p.159, note J.-J. Daigre.

²²⁵⁰ AMF, déc. n°207C0440, 7 mars 2007, *Billon*.

²²⁵¹ D. BOMPOINT, V. RAMONÉDA, « L'arrêt Bourrellet : entre majoritaires distraits et minoritaires tenaces », *préc.*, n°15.

²²⁵² AMF, déc. n°207C0440, 7 mars 2007, *préc.*

§2. Le caractère irrévocable de l'offre déposée sur une société en difficulté

736. L'assouplissement du caractère irrévocable des offres lorsque la société visée est en difficulté. L'impératif de sauvetage ne fait pas seulement plier les règles relatives à la fixation de la contrepartie. Il tempère également le caractère irrévocable des offres. Par principe, l'offre engage irrévocablement son auteur²²⁵³. Ce principe n'est toutefois pas absolu et certaines hypothèses visées par le Règlement général autorisent l'initiateur à révoquer son offre²²⁵⁴. Si les situations prévues sont variées, aucune ne permet toutefois de tirer argument des difficultés financières rencontrées par la société visée. De même, aucune disposition n'autorise l'initiateur à conditionner son offre au bon déroulement d'un plan de restructuration. En pratique, l'autorité de marché n'hésite pourtant pas à aménager le caractère inconditionnel et irrévocable des offres afin de ne pas obstruer le sauvetage des sociétés en difficulté.

737. L'extension du champ de l'article 232-11 al.2 RG AMF. Sous réserve d'obtenir l'autorisation préalable de l'AMF, l'article 232-11 alinéa 2 du Règlement général permet à l'initiateur d'une offre d'y renoncer si elle « devient sans objet, ou si la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre ». Il apparaît pourtant qu'en tournant quelque peu la lettre du texte, l'autorité de marché s'arroge le droit de prendre en considération les difficultés financières des sociétés visées afin d'étendre la faculté reconnue aux initiateurs de révoquer leurs offres. La décision rendue dans l'affaire CGBI en rend compte²²⁵⁵. À l'été 2002, une offre publique d'échange est déposée par la société Umanis sur les titres de la société CGBI. Déclarée recevable par le Conseil des marchés financiers, l'ouverture de l'offre est fixée au 15 avril 2003. Moins d'un mois plus tard, la société visée déclare son état de cessation des paiements et une procédure de redressement judiciaire est ouverte. L'initiateur, refroidi par l'annonce, sollicite le droit de renoncer à son offre auprès du Conseil des marchés financiers. Il fonda sa demande sur l'ancien article 5-2-9 du RG CMF qui, à l'image de l'actuel article 232-11 du RG AMF, ouvrait la possibilité de renoncer à son offre lorsque la société visée « adopte des mesures d'application certaine modifiant sa consistance ». Le Conseil des marchés financiers fit droit à la demande. Prenant acte « de la situation créée par la déclaration de cessation des paiements par CGBI qui affecte la consistance de la société en raison du dispositif spécifique qui en découle », le Conseil autorisa l'initiateur à renoncer à son offre.

²²⁵³ V. *supra* n°279

²²⁵⁴ V. *supra* n°281 et n°323.

²²⁵⁵ CMF, déc. n°203C0826, 2 juin 2003, *CGBI*.

À première vue, la solution semble reposer sur les termes généraux des articles 5-2-9 ancien et 232-11 actuel. Il est vrai que ces dispositions prévoient la possibilité de renoncer à l'offre en cas de modification de la consistance de la cible, et il est indéniable que le passage d'un état d'aisance financière à celui de cessation des paiements modifie bien la consistance d'une société. Les articles exigent toutefois qu'une seconde condition soit remplie. En effet, la modification doit être le fruit d'une mesure adoptée par la société visée. Or, l'état de cessation des paiements ne résulte d'aucune délibération. À proprement dit, cet état ne constitue pas une mesure adoptée par la société visée mais un état de fait, une situation que toute société est tenue de divulguer dans les 45 jours²²⁵⁶. Dès lors, les difficultés financières rencontrées ne permettaient pas à elles seules de justifier la révocation de l'offre sur le fondement des dispositions précitées. En l'espèce, l'autorité semblait d'ailleurs avoir conscience des limites de son raisonnement puisque seul le terme de « situation » apparaît dans les motifs de la décision rendue²²⁵⁷. La solution témoigne de la nuance que l'autorité apporte aux règles qui régissent la procédure d'offre en présence de sociétés en difficulté. Ici toutefois, la solution aboutit à mettre fin à la procédure d'offre et est moins motivée par le sauvetage de l'entreprise en difficulté que par la sauvegarde des intérêts de l'initiateur.

738. L'élargissement des conditions suspensives des offres. Il existe au contraire des cas où les aménagements au caractère inconditionnel et irrévocable des offres incitent à porter secours aux sociétés en difficulté. Discrètement, l'impératif de sauvegarde vient alors corriger la rigidité des dispositions réglementaires et ouvre de nouveaux espaces de liberté. Une illustration de ce phénomène peut être trouvée au sein de l'offre publique sur les titres Eurotunnel²²⁵⁸. Dans cette affaire, rappelons-le, l'offre publique s'inscrivait dans le cadre d'un plan de sauvegarde des sociétés du groupe Eurotunnel. L'opération n'avait donc d'intérêt que dans l'hypothèse où le plan se réalisait entièrement. L'initiateur du projet souhaitait par conséquent que la totalité des opérations se dénoue le même jour et qu'à défaut, l'offre publique n'ait pas lieu. Reflétant cette volonté, le projet d'offre déposé devant l'AMF était subordonné à deux conditions²²⁵⁹. Il était d'abord subordonné à ce que l'assemblée générale des actionnaires de l'initiateur vote les résolutions autorisant l'émission des actions à remettre à l'échange. Cette condition traduit simplement l'exigence de l'article 231-12 du

²²⁵⁶ Art. L.631-4 Code com.

²²⁵⁷ Le rapport annuel du Conseil des marchés financiers souligne également que le Conseil a pris acte « de la situation créée par la déclaration de cessation des paiements » (CMF, *Rapport annuel* 2003, p.75).

²²⁵⁸ AMF, déc. n°207C0622, 4 avr. 2007, *préc.*

²²⁵⁹ Pour être exact, l'offre était également subordonnée à une ultime condition : que les ordres d'apport valables et non révoqués représentent au moins 60 % des unités existantes à la date de clôture de la période d'offre. La présence d'un tel seuil en l'espèce s'expliquait par le caractère binational de l'offre (M.-C. De NAYER, « L'offre publique d'échange sur Eurotunnel : une offre singulière », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2007, prat. 4, *spéc.* p.71).

RG AMF et n'appelle aucun commentaire. Une autre condition, plus singulière, accompagnait le projet d'offre. Le maintien de l'offre se trouvait également subordonné à la réception, par le conseil d'administration de l'initiateur, « d'une copie du rapport des commissaires à l'exécution du plan [de sauvegarde] confirmant qu'ils [avaient] reçu l'assurance que l'ensemble des éléments de la réorganisation d'Eurotunnel [...] [avait] été mis en place de façon effective ». À défaut de réception de ce rapport, le projet d'offre déposé prévoyait que le conseil d'administration ne pourrait décider de l'émission des titres remis à l'échange et que l'offre publique n'aurait en conséquence pas de suite. Par ce procédé, l'initiateur était donc parvenu à conditionner la mise en œuvre de son offre à la réalisation effective de l'ensemble du plan de restructuration²²⁶⁰. La condition constituait dès lors un tempérament au caractère inconditionnel des offres. Inédite, cette condition trouva pourtant grâce aux yeux de l'AMF qui à nouveau fit preuve de souplesse afin d'assurer la sauvegarde de la société visée²²⁶¹.

739. Tolérance à l'égard du niveau des seuils de renonciation conventionnels. En présence d'une société en difficulté, l'autorité de marché semble enfin faire preuve de tolérance à l'égard de la faculté reconnue aux initiateurs de stipuler un seuil de renonciation à leur offre. Les développements qui précèdent ont montré que la liberté dont disposent les initiateurs était relative et qu'en pratique, l'AMF s'opposait à l'introduction de seuils excédant deux tiers du capital ou des droits de vote de la société cible²²⁶². La position de l'autorité est sensiblement différente lorsque la société visée par l'offre est en difficulté. La décision de conformité rendue à l'occasion de l'offre sur les titres de la société Sofco l'illustre²²⁶³. Déposé par une personne physique, le projet d'offre s'inscrivait dans le cadre de procédures de restructuration de la société visée et de ses filiales. Pour mener à bien ces opérations, l'initiateur souhaitait être assuré de pouvoir mettre en œuvre une offre de retrait suivie d'un retrait obligatoire. Il entendait donc se réserver le droit de ne pas donner une suite positive à l'opération si les actions et obligations convertibles présentées à l'offre ne lui permettaient pas de détenir au moins 95 % du total des droits de vote, seuil à l'époque nécessaire pour déposer une offre de retrait. Le Conseil des marchés financiers jugea l'offre recevable au terme d'un raisonnement limpide. Après avoir relevé que l'opération s'inscrivait bien dans « le cadre d'un plan de sauvegarde du groupe Sofco ayant notamment pour volet l'annulation de l'endettement obligataire de Sofco », le Conseil déclara le projet et la clause de renonciation conventionnelle conformes à la réglementation en estimant que cette dernière

²²⁶⁰ M.-C. de NAYER, « L'offre publique d'échange sur Eurotunnel : une offre singulière », *préc.*, p.71.

²²⁶¹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1038.

²²⁶² Sur cette position et la proposition de son dépassement v. *supra* n°439 et s.

²²⁶³ CMF, déc. n°198C0160, 12 févr. 1998, *préc.*

constituait une condition « nécessaire à la réalisation du plan de restructuration ». À interpréter les motifs retenus, c'est de nouveau la sauvegarde de la société visée par l'offre qui explique l'écart avec la pratique habituelle. Dans ce contexte particulier, l'autorité autorise les initiateurs à débrider le niveau du seuil de renonciation toléré afin de l'élever au-delà du seuil des deux tiers du capital ou des droits de vote²²⁶⁴.

740. Conclusion de Section. En présence d'une société en difficulté, l'autorité de marché tempère la rigueur des dispositifs qui encadrent la fixation de la contrepartie à l'offre. Si le premier tempérament résulte de la lettre du Règlement général et autorise l'initiateur à s'écarter du prix plancher prévu en matière d'offre obligatoire, les autres s'écartent des prévisions de la loi et constituent des dérogations inédites. L'examen des décisions rendues dévoile ainsi que l'autorité aménage l'obligation de déterminer la contrepartie et celle de recourir à un expert indépendant. De même, en cas de substitution de débiteur de l'obligation de déposer une offre, l'AMF semble faire preuve d'une certaine tolérance vis-à-vis des conditions financières qui s'imposent au nouveau débiteur. Les règles qui touchent au caractère irrévocable et inconditionnel des offres sont également atténuées lorsque l'offre est déposée sur une société en difficulté. Les décisions rendues montrent qu'à une occasion au moins l'autorité de marché a pu étirer le domaine d'application de l'article 232-11 du Règlement général afin de permettre à un initiateur de renoncer à son offre lorsque la société visée tombe subitement en état de cessation des paiements. Les difficultés financières rencontrées par la cible ont aussi amené l'AMF à autoriser les initiateurs à assortir leurs offres de conditions suspensives inédites et à faire preuve d'une tolérance inhabituelle quant au niveau des seuils de renonciation fixés. Cet état des lieux conforte l'idée qu'existe bien, entre les lignes, un principe de sauvetage à l'origine des solutions retenues. Sa reconnaissance officielle permettrait de mieux en saisir les conséquences, et de départager les règles susceptibles d'être assouplies de celles qui doivent être respectées en toute hypothèse.

²²⁶⁴ Dans le même sens, considérant que les difficultés financières rencontrées par une société visée par une offre peuvent autoriser l'initiateur à retenir des seuils de renonciation extrêmement élevés, v. A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°930 ; N. BOMBRUN, J. DEEGE, G. BASTIEN-THIRY, S. ROBERT, « Les opérations public to private en France », *RTDF* 2020/2, p.3 et s., *spéc.* p.26, note 101.

741. Conclusion de Chapitre. En présence d'une société en difficulté, l'encadrement juridique des offres apparaît comme transformé. Pour ne pas obstruer le sauvetage des sociétés cotées, l'autorité de marché dépasse la lettre de la loi et corrige l'application habituelle de la réglementation. Plusieurs décisions montrent que la volonté de maintenir l'emploi et de ne pas faire obstacle aux restructurations de groupes conduit à assouplir les règles qui régissent le déclenchement des offres comme celles qui en organisent le déroulement. Les obligations de déposer une offre d'achat ou de retrait connaissent ainsi des exceptions lorsque la survie des sociétés concernées est menacée. De la même façon, les règles qui encadrent la fixation de la contrepartie et le caractère irrévocable des offres s'effacent partiellement devant l'impératif de sauvetage. Les solutions retenues, pour la plupart *extra-legem*, ne s'expliquent que par l'existence d'un principe embryonnaire de sauvegarde des sociétés en difficulté. Ce principe, encore en gestation, gagnerait à être hissé au rang de principe général. Sa reconnaissance en tant que principe des offres permettrait de mieux identifier les critères qui conditionnent sa mise en œuvre, d'appréhender plus clairement les hypothèses où il est susceptible de jouer et d'éclairer ainsi les zones d'ombre que laissent derrière elles les décisions rapportées.

742. Conclusion Sous-titre 2. L'impératif de sauvegarde des sociétés en difficulté, comme le nécessaire respect de l'intégrité du marché et de l'intérêt social, échouent à remplir les qualités nécessaires à la qualification de principe général des offres. Ils partagent en conséquence une propriété commune : celle de ne pas être propres à cette branche du droit. Loin de signaler l'inanité de ces impératifs, cette première propriété partagée en révèle une seconde, plus discrète. En effet, l'étude individuelle des principes exclus a permis de mieux comprendre l'articulation du droit des offres avec le reste de la matière juridique. Parce que la réglementation des offres se situe à l'embranchement du droit financier et du droit des sociétés, les acteurs qui participent à une offre sont tenus de respecter les exigences qui régissent ces matières. Ainsi, c'est parce que l'offre publique constitue une opération de marché que le respect de l'intégrité du marché s'impose aussi bien en période d'offre qu'en dehors de celle-ci. De même, et parce que l'introduction en bourse d'une société n'entraîne pas l'effacement de celle-ci au profit de la seule loi du marché, le respect de l'intérêt social demeure la boussole à l'aune de laquelle la société doit être gérée. La signification de l'intérêt social ne change donc pas dans le contexte particulier d'une offre. Seule l'intensité de ses effets se trouve diminuée. L'exigence fléchit devant celles propres au droit des offres : le principe spécial de liberté des offres et des surenchères prime ainsi sur celui général de respect de l'intérêt social. Enfin, le principe embryonnaire de sauvetage montre que les règles propres aux offres publiques ne sauraient être vues comme des contraintes qu'aucune circonstance ne serait susceptible de faire plier. Devant la volonté de sauvegarde des entreprises en difficulté, la réglementation financière cède du terrain. L'autorité de marché procède ainsi à plusieurs ajustements de son Règlement général afin de ne pas faire obstacle aux opérations de restructuration. Si l'opportunité de ces ajustements n'est pas discutable, leur fondement juridique est sujet à caution. Aussi l'impératif de sauvetage gagnerait-il à être élevé au rang de principe général des offres afin de montrer que ces aménagements sont moins le fruit d'un aléa judiciaire que d'un principe juridique doté de règles d'applications bien établies.

743. Conclusion Titre 1. La recherche a permis d’appréhender la seconde catégorie de principes appelés à régir le déroulement des offres, celle des principes généraux. En leur sein, deux sous-ensembles ont pu être dégagés : les principes retenus, d’une part, qui sont propres aux offres publiques et qui y produisent des conséquences inédites ; et les principes exclus, d’autre part, qui, s’ils ont vocation à jouer en période d’offre, ne produisent pas d’autres effets que ceux qu’ils déploient habituellement.

L’étude individuelle des principes généraux des offres a mis en lumière leurs forces et faiblesses. Elle a accusé le rôle de premier plan que jouent les principes d’égalité de traitement, de libre jeu des offres et des surenchères, et de loyauté dans les transactions et la compétition. Pourvus d’une grande plasticité, ces principes offrent aux autorités un instrument précieux permettant d’appréhender les comportements déviants qui dépassent les prévisions de la règle écrite. À la différence des principes directeurs, ces principes généraux produisent des effets extra-légaux qui encadrent directement les agissements réalisés dans le contexte d’une offre. Ils constituent à ce titre un véritable microsystème normatif dont les différentes expressions ont été répertoriées. La recherche a néanmoins dévoilé l’absence d’application systématique des principes, tendance problématique qui, à terme, risque d’instaurer un droit des offres à deux vitesses. Elle a enfin signalé plusieurs zones d’ombre qui persistent autour de l’application des principes généraux. Des propositions ont été formulées afin de lever chaque équivoque rencontrée. Elles sont rappelées en annexes.

Mené dans un second temps, l’examen des principes extérieurs au droit des offres a prouvé que cette réglementation ne constituait pas un îlot éloigné du reste de la matière juridique, mais se situait au contraire sur les rives du droit financier et du droit des sociétés, dont elle reprend les impératifs. La découverte d’un principe embryonnaire de sauvetage des entreprises en difficulté a enfin montré que l’AMF n’est pas insensible aux enjeux qui dépassent ceux de la réglementation qu’elle est chargée d’appliquer, même lorsque cela implique d’apporter des aménagements inédits à son Règlement général.

TITRE 2. L'ÉDIFICATION DE RÈGLES D'APPLICATION COMMUNES

744. Démarche suivie. L'étude des principes généraux doit se clôturer par l'identification des caractéristiques qu'ils partagent. En effet, derrière la singularité des principes composant le triptyque « égalité-liberté-loyauté », un régime commun se dessine. Il sera ici question de mettre en lumière l'unité des principes généraux, et d'en extraire les premiers jalons d'une théorie générale. La démarche visera d'abord à révéler l'homogénéité du régime attaché aux principes. Elle aura ensuite pour but de dégager un « droit commun » des principes, avec lequel le praticien pourra s'acclimater avant de plonger dans le dédale des solutions particulières associées à chacun d'eux.

745. Méthode retenue. Sur le modèle méthodologique retenu en introduction, les trois exigences de réalité, de simplicité et de généralité guideront les développements²²⁶⁵. Pour satisfaire l'exigence de réalité, le droit positif constituera la matière première des développements. Mais si les solutions actuelles constitueront la base de l'étude, elle sera aussi l'occasion de proposer des modifications du droit positif. Ces modifications ne seront envisagées que lorsqu'elles apparaîtront indispensables, soit pour assurer l'effectivité des principes généraux, soit pour garantir une plus grande prévisibilité des conséquences que ces principes emportent.

746. Annonce. Ces précisions apportées, il reste à dégager les règles communes aux principes généraux s'agissant de leur champ d'application (**Chapitre 1**), de leur mise en œuvre (**Chapitre 2**) et des sanctions qui y sont attachées (**Chapitre 3**).

²²⁶⁵ V. *supra* n°29 et s.

CHAPITRE 1. LE CHAMP D'APPLICATION DES PRINCIPES GÉNÉRAUX

747. Un champ d'application partiellement indéterminé. L'identification de règles communes ne peut débiter autrement que par l'étude du domaine d'application des principes. Celui-ci est partiellement fixé par le Règlement général de l'AMF. L'article 231-3 apporte en effet deux précisions. La première découle de sa place au sein du Règlement général. Située dans le chapitre premier du titre III du livre II, cette disposition fait figure de règle générale. Les principes qui y sont énoncés ont donc vocation à régir le déroulement de toute offre publique d'acquisition, sans distinction²²⁶⁶. La seconde résulte de la combinaison de cette disposition avec l'article 231-2 3° du Règlement général. En vertu de ces textes, les principes s'appliquent aux « personnes concernées par une offre », notion qui renvoie à la fois à l'initiateur, à la société visée et aux personnes agissant de concert avec l'un ou l'autre. Si ces précisions sont bienvenues, elles ne sont toutefois pas suffisantes pour déterminer l'exact domaine d'application des principes généraux. Au-delà des personnes tenues au respect des principes, rien n'est dit par exemple des actes susceptibles d'être appréhendés : les principes ont-ils seulement vocation à s'appliquer aux actes réalisés en période d'offre ou peuvent-ils également saisir des actes réalisés avant cette période, voire après celle-ci ?

748. Annonce. Pour cerner les hypothèses dans lesquelles les principes sont susceptibles d'être mis en œuvre, il faut donc de se rapporter aux solutions rendues par les autorités financières et en opérer la synthèse, aussi bien concernant le champ *ratione personae* des principes (**Section 1**), que s'agissant de leur champ *ratione materiae* (**Section 2**) et *ratione temporis* (**Section 3**).

²²⁶⁶ Les développements qui précèdent ont cependant montré que certains principes n'ont pas la même signification selon la nature de l'offre déposée. En présence d'un prix plancher, l'exigence d'égalité devant le prix fixé se transforme (v. *supra* n°473). De la même façon, en présence d'un retrait obligatoire, le principe emporte des conséquences distinctes de celles qu'il produit normalement (v. *supra* n°496). Enfin, et la précision relève de l'évidence, la composante concurrentielle du libre jeu implique, par définition, que le jeu concurrentiel soit possible lors du lancement de l'offre. Il n'est donc d'aucune portée lorsqu'une offre est lancée par un initiateur qui détient déjà la majorité du capital et des droits de vote de la société visée.

Section 1. Le champ d'application *ratione personae*

749. Un champ personnel déterminé par le Règlement général. Contrairement au champ d'application matériel et temporel, la lettre du Règlement général précise le champ *ratione personae* des principes. L'article 231-3 du RG AMF dispose que les personnes « concernées par l'offre » sont tenues au respect des principes généraux ce qui, au sens de l'article 231-2 du RG AMF, regroupe « l'initiateur et la société visée ainsi que les personnes ou entités agissant de concert avec l'un ou l'autre ». La liste des « personnes concernées par l'offre » omet toutefois un certain nombre d'acteurs dont le comportement est pourtant susceptible d'influer sur le déroulement des offres. Oubliés du Règlement général, ces acteurs seraient dès lors exemptés du respect des principes. Il en serait ainsi des personnes qui, sans agir de concert avec la cible ou l'initiateur, interviendraient dans la procédure d'offre. L'actionnaire de la société visée qui n'agirait pas de concert avec celle-ci ne serait donc pas tenu au respect du principe d'égalité ou de loyauté. De la même façon, un opérateur qui provoquerait l'échec d'une offre sans agir de concert avec la société visée ne pourrait se voir reprocher d'avoir violé les exigences du libre jeu.

750. L'extension jurisprudentielle du champ *ratione personae*. Afin d'éviter qu'un opérateur s'engouffre dans les crevasses du Règlement général et s'affranchisse du respect des principes généraux, la jurisprudence s'écarte de la lettre des textes et étend le champ *ratione personae* de chaque principe. Trois décisions, déjà présentées, l'illustrent.

751. La première, rendue à l'occasion de l'affaire CSEE, concerne le libre jeu des offres. Ayant à connaître des agissements d'un tiers qui n'avait initié aucune offre mais qui entendait compliquer la réussite de celle déposée par la société Quadral, la Cour d'appel de Paris précisa que le principe de libre jeu des offres et des surenchères revêtait « une portée générale » et intéressait « aussi bien le comportement de l'initiateur de l'offre et de la société visée que celui des tiers »²²⁶⁷. Un tiers qui influe sur le déroulement d'une offre est donc tenu de respecter les exigences liées au libre jeu, même s'il n'agit pas de concert avec la société visée ou l'initiateur. Le domaine du principe en ressort élargi. Cette même extension peut être observée à propos de l'exigence de loyauté. Saisi à l'occasion de la bataille boursière pour le contrôle de la société Club Méditerranée, le Tribunal de commerce de Paris accepta d'analyser le comportement d'un actionnaire de la cible à l'aune du principe de loyauté alors qu'il n'agissait de concert avec personne²²⁶⁸. C'est dire que dans les faits, et contrairement à la lettre du Règlement général, les actionnaires solitaires entrent bien dans le champ du

²²⁶⁷ CA Paris, 20 nov. 1991, *préc.*

²²⁶⁸ TC Paris, n°2014/029401, 23 mai 2014, *préc.*

principe. La remarque vaut enfin pour le principe d'égalité de traitement. Si l'exigence a principalement vocation à s'appliquer à l'initiateur d'une offre publique, plus susceptible que quiconque de porter atteinte à l'égalité, les autorités n'écartent pas pour autant la possibilité de soumettre d'autres acteurs au respect de ce principe. La Cour d'appel de Paris condamna récemment un opérateur pour avoir manqué aux principes d'égalité et de loyauté, alors qu'au moment des faits, l'intéressé n'était plus officiellement à l'initiative d'une offre²²⁶⁹.

752. Ces décisions amènent à conclure que le champ *ratione personae* des principes ne se limite pas aux seules personnes concernées par une offre au sens du Règlement général. Au contraire, les principes ont vocation à s'appliquer à toute personne susceptible d'influer sur le bon déroulement des offres. La qualité du sujet de droit importe peu. L'application des principes dépend des conséquences de l'acte réalisé plus que de l'identité de celui qui le réalise.

753. Contradiction jurisprudentielle. Une décision rendue le 15 septembre 2006 par la Commission des sanctions s'inscrit néanmoins à contre-courant de cette conclusion²²⁷⁰. Son étude amène à penser qu'il s'agit moins d'une solution pérenne que d'un égarement qui n'a pas vocation à se répéter. L'affaire faisait suite à une enquête diligentée par la COB à l'occasion de l'offre publique initiée par la société Partouche sur les titres de la Société Européenne de Casinos. À l'issue de cette enquête, le dirigeant de la société visée se voyait reprocher d'avoir manqué au libre jeu des offres. Appelée à se prononcer sur ces faits, la Commission refusa d'examiner les griefs notifiés au dirigeant aux motifs qu'il « ne saurait être considéré comme ayant participé à une action de concert avec la société visée de nature à le faire entrer dans le champ d'application des règles définies par le Règlement COB n° 89-03 ; qu'il suit de là qu'il ne saurait lui être fait reproche du grief qui lui a été notifié ». Le raisonnement suivi est clair : le dirigeant n'agissant pas de concert avec la société visée, il n'entrait pas dans le champ d'application du principe de libre jeu et ne pouvait donc se voir reprocher d'avoir manqué à des impératifs qu'il n'était pas tenu de respecter. Cette solution, en parfaite adéquation avec la lettre de l'ancien Règlement général, est aujourd'hui reprise à l'article 231-2 3° du RG AMF²²⁷¹.

Est-ce à dire que les seules personnes tenues au respect du libre jeu des offres et des surenchères seraient celles « concernées par une offre » et définies à l'article 231-2 3° du RG

²²⁶⁹ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*

²²⁷⁰ AMF, Com. sanct., SAN-2006-24, 15 sept. 2006, *préc.*

²²⁷¹ Elle l'était toutefois moins avec la présomption simple de concert entre une société et le président de son conseil d'administration, présomption qui figurait à l'article L.233-10 II 1° du Code com. et que la Commission des sanctions n'a pas pris le soin d'écartier.

AMF ? On se refusera à le croire pour trois raisons. D'abord, et comme l'a relevé un commentateur, la décision semble s'expliquer moins par la volonté de limiter le champ du principe que par l'absence de transposition de la directive OPA à la date des faits reprochés²²⁷². Ensuite, cette solution n'a jamais été renouvelée et s'inscrit largement en contradiction avec les décisions précédemment exposées. Enfin, si la solution est heureuse sur le plan dogmatique, elle s'avère regrettable en pratique puisqu'elle encourage les opérateurs à investir les silences de la loi afin de contourner l'obligation de respecter les principes des offres. On peut dès lors gager que la présente décision restera isolée.

754. Conclusion de Section. Écart fait d'une solution esseulée, l'examen de la jurisprudence a permis de dégager un champ personnel commun aux principes généraux des offres. Contrairement à ce que la lettre du Règlement général peut laisser penser, les principes s'appliquent à toute personne susceptible d'influer sur le bon déroulement d'une offre. Cette règle commune identifiée, il faut maintenant s'interroger sur la possibilité d'en dégager une autre, propre cette fois au domaine *ratione materiae* des principes.

Section 2. Le champ d'application *ratione materiae*

755. Les indices du Règlement général. Le Règlement général n'apporte que de maigres renseignements sur le champ d'application matériel des principes. Si l'article 231-3 du RG AMF prend soin de viser les « personnes » assujetties au respect des principes généraux, il ne dit rien des actes susceptibles d'être appréhendés. Aussi faut-il se pencher sur la capacité des principes à saisir n'importe quel acte et sur l'existence éventuelle d'agissements qui, *per se*, ne relèveraient pas du champ d'application des principes.

Le premier alinéa de l'article 231-7 du Règlement général permet d'avancer dans la réflexion. Rappelant la nécessité de respecter le principe d'égalité de traitement et d'agir conformément à l'intérêt social, cet article impose à l'initiateur et à la société visée de s'assurer que leurs « actes, décisions et déclarations » n'ont pas pour effet de compromettre ces deux principes. Les termes employés apparaissent redondants. La définition du mot « acte » suffit à en rendre compte. Dérivé du latin *actus*, l'acte désigne, dans son sens le plus courant, « tout fait de l'homme »²²⁷³, et donc toute action, volontaire ou non, adaptée à une fin²²⁷⁴. Extrêmement vaste, la définition est à même d'englober les autres notions visées au

²²⁷² Th. BONNEAU, « Libre jeu des offres et des surenchères », *Dr. Soc.* févr. 2007, comm. 35, *spéc.* p.29.

²²⁷³ V. « acte », in *Vocabulaire Juridique*, *op cit.*

²²⁷⁴ V. « acte », in *Larousse*.

premier alinéa de l'article. Prendre une décision ou effectuer une déclaration revient en effet à accomplir une action et donc, à réaliser un acte. La formule employée à l'article 231-7 du RG AMF est néanmoins instructive en ce qu'elle révèle le champ matériel particulièrement large du principe d'égalité. En visant l'ensemble des *actes* et en précisant, de façon superfétatoire, que les décisions et déclarations sont tout autant concernées, le Règlement général entend permettre à l'autorité de marché de saisir, par le prisme du principe d'égalité, la totalité des actes susceptibles de se rencontrer. Le domaine particulièrement large du principe a ainsi permis de contrôler l'octroi d'une garantie de prix²²⁷⁵, le bénéfice d'un intéressement sur résultats futurs²²⁷⁶, d'une rémunération supplémentaire en contrepartie d'un engagement de non-concurrence²²⁷⁷, l'attribution gratuite d'actions²²⁷⁸ ou encore l'accès à des actions de préférence²²⁷⁹.

756. Un champ matériel virtuellement infini. L'examen de la pratique révèle que la précision qui figure à l'article 231-7 du RG AMF et qui concerne l'exigence d'égalité, vaut également pour les principes de liberté et de loyauté. À l'analyse en effet, tous les principes généraux des offres sont dotés d'un champ matériel virtuellement infini. Sur le terrain du libre jeu des offres, les autorités acceptent de connaître du dépôt simultané de deux offres²²⁸⁰, de cessions d'actions cotées²²⁸¹ ou non²²⁸², et plus largement de tout accord, qu'il porte sur la société visée²²⁸³, ses titres²²⁸⁴, ses cocontractants²²⁸⁵ ou ses filiales²²⁸⁶, et de toute clause, qu'elle soit souscrite par la société visée²²⁸⁷ ou ses actionnaires²²⁸⁸. Le champ matériel du principe est d'autant plus important que son respect s'apprécie indépendamment de l'existence d'une offre concurrente²²⁸⁹. Comme le souligne un auteur, la surenchère est de principe, « même si elle ne trouve pas à se concrétiser faute d'acteur pour la mettre en

²²⁷⁵ CA Paris, 24 juin 1991, *préc.*

²²⁷⁶ CMF, déc. n°203C1118, 24 juill. 2003, *préc.* ; AMF, déc. n°220C3966, 29 sept. 2020, *préc.*

²²⁷⁷ AMF, déc. n° 207C0334, 20 févr. 2007, *préc.*

²²⁷⁸ AMF, déc. n°213C1735, 13 nov. 2013, *préc.*

²²⁷⁹ AMF, déc. n°213C1052, 23 juill. 2013, *préc.*

²²⁸⁰ CA Paris, 17 juin 1999, *préc.*

²²⁸¹ TC Paris, 16 mars 1992, *préc.*

²²⁸² TC Paris, 23 févr. 1988, *préc.*

²²⁸³ Pour l'appréciation d'un accord organisant la transmission d'informations privilégiées relatives à une société visée par une offre, v. COB *Bull. mens.* janv. 2001, n°353, p.71.

²²⁸⁴ V. *supra* n°555.

²²⁸⁵ COB, *Rapport annuel* 1988, p.81.

²²⁸⁶ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

²²⁸⁷ AMF, déc. n°219C1942, 14 oct. 2019, *préc.*

²²⁸⁸ AMF, déc. n°205C0142, 27 janv. 2005, *préc.*

²²⁸⁹ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

œuvre »²²⁹⁰. Les autorités apprécient dès lors les comportements des différents intervenants sans se soucier de l'existence d'une pluralité de compétiteurs. Le constat est identique s'agissant du principe de loyauté. Si au travers de cet impératif, la jurisprudence appréhende en premier lieu la cohérence de l'offre déposée²²⁹¹, elle contrôle également les agissements réalisés en marge de l'offre, tels que les courriers envoyés aux actionnaires²²⁹².

Le domaine d'application matériel des principes apparaît donc tentaculaire. Cette observation n'est pas sans explications. Elle se justifie d'abord par la fonction même des principes : garants du bon déroulement des offres, rien ne justifierait que l'autorité refuse de contrôler la conformité d'un acte sous prétexte que sa nature y ferait obstacle. Elle se comprend aussi au regard des modalités du contrôle opéré par les autorités pour vérifier le respect des principes. L'examen réalisé porte moins sur les actes que sur les effets qu'ils produisent²²⁹³. La nature des actes examinés est, de fait, relégué au second plan.

757. Conclusion de Section. Le domaine *ratione materiae* des principes apparaît aussi conséquent que celui personnel : il englobe tout acte susceptible d'influer sur le bon déroulement d'une offre. Cet attribut sera retenu comme deuxième règle d'application commune. Pour tenter de dégager une troisième règle partagée par l'ensemble des principes généraux, il faut désormais se pencher sur leur champ d'application temporel.

Section 3. Le champ d'application *ratione temporis*

758. Enjeux entourant le champ temporel des principes. Déterminer le champ *ratione temporis* des principes revient à s'interroger sur leur plage temporelle, autrement dit sur la période pendant laquelle les opérateurs sont tenus de s'y conformer. L'enjeu n'est pas négligeable. En effet, retenir un champ temporel trop limité revient à écarter l'examen d'actes pensés en considération d'une offre mais passés avant son dépôt ou après sa clôture. L'effectivité de la réglementation en sortirait amoindrie. Au contraire, choisir un champ trop large pourrait être source d'insécurité juridique pour les différents participants à une offre.

²²⁹⁰ M.-A. FRISON-ROCHE, « Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier » *préc.*, p.722.

²²⁹¹ CA Paris, 17 juin 1999, *préc.* ; CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *préc.*

²²⁹² COB, Com. Sanct., 11 avr. 1995, *préc.*

²²⁹³ V. *infra* n°815 et s.

759. Annonce. Loin de tomber dans ces extrêmes, l'autorité de marché est parvenue à une situation d'équilibre, qui allie effectivité des principes et sécurité juridique. Ainsi, et bien que les principes aient d'abord vocation à s'appliquer aux actes réalisés en période d'offre (§1), leur champ *ratione temporis* s'avère bien plus large. Le domaine des principes couvre aussi certains actes conclus avant ou après la période d'offre, ce qui aboutit à créer une période suspecte en droit des offres (§2).

§1. L'application des principes aux actes réalisés en période d'offre

760. Un domaine temporel déterminé par le Règlement général. La lecture de l'article 231-4 du Règlement général apprend que les personnes concernées par l'offre sont soumises au respect des règles définies par « le présent titre pendant la période d'offre ». Les principes mentionnés à l'article 231-3 figurant dans le même titre que l'article 231-4, il est possible d'en déduire sans trop risquer que ces principes ont vocation à régir les comportements réalisés pendant la période d'offre.

761. Mais si les principes s'appliquent aux actes réalisés durant toute la période d'offre, encore faut-il fixer les bornes de cette période. La première extrémité temporelle est posée par l'article 231-14 du RG AMF, qui dispose que « L'AMF publie les principales dispositions du projet d'offre. Cette publication marque le début de la période d'offre ». La période d'offre débute donc au jour de la publication du projet. Dès cette publication, les principes ont vocation à s'appliquer. Le terme de la période d'offre est plus difficile à déterminer. Alors qu'une première intuition laisserait penser que cette période cesse au prononcé de la clôture de l'offre, telle n'est pas la solution retenue par le droit. En 1989, la COB a précisé que la clôture d'une offre publique ne suspendait pas les obligations des parties concernées qui s'étendaient jusqu'à la publication de l'avis des résultats²²⁹⁴. Cette solution figure aujourd'hui au sein du Règlement général, qui définit la période d'offre comme le temps s'écoulant entre la publication du projet d'offre par l'AMF, et la publication des résultats de l'offre ou, le cas échéant, des résultats de sa réouverture²²⁹⁵. Les principes s'appliquent donc à tout comportement réalisé entre la publication du projet d'offre et son résultat définitif.

762. Un domaine temporel potentiellement plus vaste que celui fixé par le Règlement général. Faut-il comprendre que le champ temporel des principes ne peut

²²⁹⁴ COB, *Bull. mens. déc.* 1989, n°231, p.36.

²²⁹⁵ Art. 231-2 al.6 RG AMF.

excéder la période d'offre ? Il est possible d'en douter. La combinaison de l'article 231-4 et de l'article 231-3 du RG AMF permet d'affirmer que les personnes concernées par l'offre sont, « pendant la période d'offre », soumises au respect des principes, les dispositions ne visent que les personnes, et non la temporalité de leurs actes. À lui seul, le Règlement général ne permet donc pas de déterminer si le domaine temporel des principes couvre les actes conclus en dehors de la période d'offre. En pratique, la jurisprudence a alors opté pour une conception large du champ *ratione temporis* des principes en créant une période suspecte, distincte de la période d'offre, à l'occasion de laquelle les actes conclus sont susceptibles d'être contrôlés au prisme des principes généraux.

§2. L'application des principes aux actes réalisés en période suspecte

763. Le concept de période suspecte. La période suspecte, traditionnellement rattachée au droit des procédures collectives, renvoie à l'intervalle séparant la date de cessation des paiements du jour du jugement d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Parce que cette période est propice au maquignonnage, soit que le débiteur tente « de sauver les meubles et d'organiser son insolvabilité, soit qu'il ne sache pas résister aux pressions de certains créanciers et les favorise »²²⁹⁶, le droit permet au juge de prononcer la nullité des actes qui appauvriraient sans contrepartie le patrimoine de l'entreprise et ferait obstacle à son redressement²²⁹⁷. L'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation permet ainsi de revenir sur la validité d'actes qui lui sont pourtant antérieurs²²⁹⁸. Un dispositif proche existe en matière d'incapacités. L'article 464 du Code civil prévoit que les actes passés par une personne protégée peuvent être remis en cause avec une facilité particulière lorsque l'état qui justifie la mesure de protection préexistait à sa reconnaissance officielle. La disposition crée ainsi une période suspecte antérieure au

²²⁹⁶ F. PÉROCHON, *Entreprises en difficulté*, 11^e éd., LGDJ, 2022, n°2624.

²²⁹⁷ Initialement, la période suspecte avait pour seul but de préserver l'égalité entre les créanciers en sanctionnant les fraudes commises par leur débiteur en cessation des paiements. Depuis 1985, les nullités de la période suspecte servent avant tout la poursuite de l'activité et le redressement de l'entreprise (G. GOUZES, *Rapport A.N* n°1872, 8 déc. 1983, p.124 ; D. BRIAND-MÉLÉDO, « Quelques repères sur les nullités de la période suspecte », in *Mélanges en l'honneur de Jean Paillusseau*, Dalloz, 2003, p.385, *spéc.* n°3 ; M.-H. MONSIÉRIÉ-BON, C. SAINT-HALARY-HOUIN, « Redressement et liquidation judiciaire. Nullités de droit et nullités facultatives. Notion. Actions voisines (action paulienne, abus de droit). Exercice de l'action et conséquences », *Jur. class. pro coll.*, Lexis Nexis, 2020, n°3 ; P.-M. Le CORRE, *Droit et pratique des procédures collectives*, 12^e éd., Dalloz, 2023, *spéc.* n°821.111). L'idée de préserver l'égalité entre les créanciers n'a toutefois pas totalement disparu du fondement des nullités (M.-H. MONSIÉRIÉ-BON, C. SAINT-HALARY-HOUIN, « Redressement et liquidation judiciaire. Nullités de droit et nullités facultatives. Notion. Actions voisines (action paulienne, abus de droit). Exercice de l'action et conséquences », *préc.*, n°7).

²²⁹⁸ Art. L.631-8, L.632-1 et s. Code com.

jugement d'ouverture de la mesure de protection²²⁹⁹. De la même façon, les décisions rendues à l'occasion d'offres publiques laissent entrevoir l'existence d'une période suspecte, distincte de la période d'offre, durant laquelle les actes conclus sont susceptibles d'être neutralisés par les autorités de marché. Si la logique à l'œuvre est identique, la justification diffère néanmoins. Tandis que c'est la volonté de protéger la personne vulnérable ou le patrimoine de l'entreprise en difficulté qui justifie de revenir sur la validité d'actes antérieurs au prononcé de la mesure de protection, c'est la crainte d'inefficacité de la réglementation des offres, dont la mise en œuvre est balisée dans le temps, qui explique que l'autorité contrôle des actes pourtant passés en dehors du cadre temporel des offres.

764. Annonce. Sensiblement élargi, le champ *ratione temporis* des principes permet, sous certaines conditions, d'appréhender des actes conclus avant la période d'offre (I) et même après celle-ci (II).

I. Le contrôle des actes réalisés avant la période d'offre

765. L'application résiduelle de la réglementation aux actes antérieurs à la période d'offre. La réglementation des offres a principalement vocation à s'appliquer aux actes réalisés durant la période d'offre²³⁰⁰. Principalement certes, mais pas exclusivement. Le cadre juridique des offres appréhende également plusieurs actes réalisés avant cette période. Ainsi, lorsqu'une personne déclare préparer une offre publique d'acquisition, elle est tenue d'informer l'AMF des principales caractéristiques du projet, laquelle informera à son tour le marché par une publication qui ouvrira une période dite de pré-offre²³⁰¹. Cette période particulière s'accompagne d'un certain nombre d'obligations à la charge des principaux acteurs de l'opération. En vertu de ce dispositif, l'éventuel initiateur et les personnes agissant de concert avec lui se voient frappés d'une interdiction d'acquérir les titres de la future société cible²³⁰², sauf lorsque les acquisitions résultent d'un accord de volonté antérieur au début de la période de pré-offre²³⁰³. Les interventions sur titres des personnes concernées par l'offre comme celle des prestataires font aussi l'objet d'un encadrement strict²³⁰⁴. Enfin, les

²²⁹⁹ Pour des auteurs qualifiant expressément le dispositif figurant à l'article 464 du code civil de période suspecte v. P. MURAT, « Retour sur quelques difficultés d'interprétation de l'article 464 du Code civil », *Deffrénois* 30 août 2017, p.879 ; Ph. MALAURIE, N. PETERKA, *Droit des personnes. La protection des mineurs et des majeurs*, 12^e éd., LGDJ, 2022, n°476.

²³⁰⁰ Art. 231-4 RG AMF.

²³⁰¹ Art. 223-34 RG AMF.

²³⁰² Art. 231-38 II RG AMF.

²³⁰³ Art. 231-38 I RG AMF.

²³⁰⁴ Art. 231-40, 231-41 et 231-42 RG AMF.

obligations de vigilance dans les déclarations, de contrôle et de publicité des transactions, normalement prévues en période d'offre, sont applicables à la période de pré-offre²³⁰⁵. Ces règles poursuivent un objectif clair : en restreignant la liberté des opérateurs dès avant l'ouverture de l'offre, les obligations instaurées par la période de pré-offre garantissent l'efficacité de la réglementation, et évitent que des opérations qui précèdent le lancement d'une offre puissent contourner trop facilement le cadre réglementaire. La période de pré-offre assure le respect des « grands principes applicables aux offres publiques »²³⁰⁶.

766. La conception initialement restrictive du champ temporel des principes. Aucune référence aux principes généraux n'est faite dans le cadre de la période de pré-offre. Est-ce à dire que les principes ne pourraient venir troubler l'efficacité d'actes conclus antérieurement à l'offre, même lorsque ces derniers influeraient directement sur son déroulement ? Devant le mutisme des textes, un auteur a défendu l'idée que les actes conclus avant la période d'offre seraient immunisés contre le jeu des principes²³⁰⁷.

À première vue, c'est un champ temporel particulièrement étroit que les juridictions semblent avoir retenu pour l'application des principes. Une ancienne décision rendue par le Tribunal de commerce de Paris lors d'une OPA visant les titres de la société Radar en témoigne²³⁰⁸. En l'espèce, certains actionnaires de la société cible s'étaient irrévocablement engagés à apporter 53 % du capital à l'offre que Priministère s'apprêtait à déposer. Arguant d'une atteinte au libre jeu, un initiateur concurrent contestait la validité de l'OPA et demandait à ce que la caducité des engagements d'apports souscrits avant le dépôt de l'offre soit prononcée. Le tribunal refusa de faire droit à la demande au motif que la validité d'engagements antérieurs au déclenchement d'une procédure d'offre ne pouvait être affectée par la survenance de cette procédure. Il est toutefois difficile de tirer un réel enseignement de cette affirmation. La solution, rendue alors que la période de pré-offre n'existait pas encore, est affaire de circonstances. Elle n'est justifiée que par l'état de la réglementation

²³⁰⁵ Art. 231-36 al.4 et 231-44 RG AMF.

²³⁰⁶ D. MARTIN, B. KANOVITCH, F. MAZERON, « Retour sur les raisons et enjeux des règles encadrant les interventions sur titres dans le cadre d'offres publiques à l'occasion de l'entrée en vigueur des modifications apportées au RG AMF », *RTDF* 2009/3, p.82 et s., *spéc.* p.83 ; C. MAISON-BLANCHE, « La phase de pré-offre : les règles applicables aux interventions sur les titres faisant l'objet d'une future offre publique », *Rev. dr. banc. fin.* nov.-déc. 2008, p.67.

²³⁰⁷ L. HENRIOT, « Étendue du devoir de contrôle de l'AMF en matière d'examen de conformité des offres », *RLDA* 1^{er} nov. 2017, p.43, *spéc.* n°8.

²³⁰⁸ TC Paris, 28 juill. 1986, *SA Radar* ; *Rev. Soc.* 1987, p.59, note J.-J. Daigre ; D.1987, p.305, obs. M. Vasseur ; *RTD Com.* 1987, p.521, note Y. Reinhard.

qui, à l'époque, était qualifiée de lacunaire par les juges eux-mêmes²³⁰⁹, et par la mise en œuvre critiquable d'une offre publique en lieu et place de la garantie de cours²³¹⁰.

Cette conception restrictive du champ temporel des principes perdura quelques années. Par un communiqué du 10 juin 1988, le Comité de surveillance des offres publiques affirma que seuls les accords passés « pendant le déroulement de l'offre » étaient soumis au respect du libre jeu²³¹¹. Cette position ne saurait être défendue aujourd'hui, tant les décisions en sens contraire sont nombreuses.

767. La conception désormais élargie du champ temporel des principes. L'exposé des décisions plus récentes montre que le domaine attribué aux principes est particulièrement large.

768. L'arrêt *Devanlay* rendu le 24 juin 1991 est en cela précurseur²³¹². En l'espèce, la Cour d'appel de Paris avait à connaître d'une convention passée entre l'initiateur d'une offre et un établissement bancaire. La convention octroyait à la banque une garantie sur le prix de cession des titres détenus par elle et visés par l'offre. L'offre publique ne portant pas sur la totalité des titres de la société visée, l'accord permettait de couvrir les pertes éventuelles de l'établissement de crédit lors de la vente de ses titres. Remarquant que l'avantage consenti permettait à l'établissement bancaire de ne pas être soumis au jeu de la réduction proportionnelle, des actionnaires critiquèrent l'accord sur le terrain du principe d'égalité de traitement²³¹³. Saisie de la question, la cour d'appel refusa de voir dans l'avantage consenti une atteinte au principe d'égalité, mais accepta tout de même de contrôler la convention litigieuse alors qu'elle avait été conclue le 14 avril 1991, soit deux semaines avant le dépôt de l'offre et sa publication, intervenus respectivement le 30 avril et le 2 mai 1991. Si ce point n'est pas directement mis en lumière par l'arrêt, il est possible d'en déduire que le principe d'égalité ne se borne pas à saisir les actes réalisés durant la période d'offre. Il s'étend également aux actes antérieurs à cette période dès lors qu'ils ont été conclus en considération de l'offre à venir.

²³⁰⁹ TC. Paris, 28 juill. 1986, *préc* : « S'agissant du fonctionnement des procédures d'offres publiques dont les règles se construisent peu à peu et des lacunes dans la réglementation [...] ».

²³¹⁰ En effet, par les engagements irrévocables d'apport souscrits antérieurement à l'offre et qui portaient sur plus de 50 % du capital de la société, le résultat de l'offre était joué d'avance. Un commentateur qualifia d'ailleurs l'opération de « parodie d'OPA ». (J.-J. DAIGRE « Offre publique d'achat : contentieux des décisions des autorités boursières, compétence administrative ; validité de la promesse de cession de la majorité des actions à l'initiateur d'une OPA », *Rev. Soc.* 1987, p.58, *spéc.* n°9).

²³¹¹ COB, *Bull. mens.* juin 1988, n°215, p.10.

²³¹² CA Paris, 24 juin 1991, *préc.*

²³¹³ Sur cette question, v. *supra* n°478.

769. Cette extension temporelle apparaît plus nettement deux années plus tard. Appelée à se prononcer sur un montage contractuel réalisé dans le cadre de l'offre publique sur les actions de la société OCP, la Cour d'appel de Paris déclara que l'application du principe de libre jeu ne pouvait être écartée au seul motif que les accords litigieux se trouvaient être antérieurs à l'ouverture de l'offre. Les accords, antérieurs au projet d'offre, avaient été conclus sous condition suspensive du succès de l'offre. Ils apparaissaient « indissociables »²³¹⁴ de l'opération projetée. La cour s'estima donc compétente pour en connaître sur le terrain de la liberté des offres et des surenchères. Évoquant le critère dégagé par cette jurisprudence, un arrêt du 8 septembre 2015 rappelle que les accords antérieurs à une offre sont susceptibles d'être contrôlés au regard du principe de libre jeu, dès lors qu'ils entretiennent avec l'offre un « lien de connexité qui les rendrait indissociables de celle-ci »²³¹⁵. La solution, sur laquelle la Cour de cassation n'a pas souhaité revenir²³¹⁶, réaffirme clairement qu'un acte n'échappe pas à l'impératif de libre jeu du seul fait qu'il ait été conclu avant le lancement officiel d'une offre.

770. Ces solutions ont depuis été confirmées par l'AMF, qui n'hésite plus à opérer un contrôle des actes conclus *ex ante*. Dans une décision du 5 juin 2008, l'autorité apprécia ainsi la teneur d'accords conclus « dans le cadre de l'offre » et entrés en vigueur le 24 avril 2008²³¹⁷, soit plusieurs jours avant le dépôt de l'offre²³¹⁸. La même approche fut retenue à l'occasion des offres déposées sur les titres des sociétés Club Méditerranée et Caméléon Software²³¹⁹. Dans ces deux affaires, des contrats conclus la veille du dépôt des offres étaient susceptibles de contrarier l'exigence d'égalité du fait d'avantages réservés à certains actionnaires²³²⁰. Une fois encore, la préexistence des accords à l'offre ne fit pas obstacle à leur examen. Pour fonder sa compétence, l'AMF releva que les accords en cause avaient été conclus « dans le cadre de l'offre publique »²³²¹, ou qu'ils apparaissaient « connexes »²³²² à l'opération.

²³¹⁴ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

²³¹⁵ CA Paris, n°2015/07257, 8 sept. 2015, *préc.*

²³¹⁶ Cass. Com., n°15-25.121, 5 juill. 2017, *préc.*

²³¹⁷ Léon Invest 2, *Projet de note d'information*, 29 avril 2008, p.10.

²³¹⁸ AMF, déc. n°208C1095, 5 juin 2008, *préc.*

²³¹⁹ AMF, déc. n°213C0944, 16 juill. 2013, *Club Méditerranée* ; déc. n°213C1735, 13 nov. 2013, *préc.*

²³²⁰ Dans la première offre, les accords en cause avaient été conclus le 29 mai 2013, et le projet d'offre déposé le 30 du mois (AMF, déc. n°213C0611, 30 mai 2013, *Club Méditerranée*). Dans la seconde, les contrats avaient été signés le 24 octobre 2013 (Pros Holdings, *Projet de note d'information*, 25 oct. 2013, p.8-9), soit une journée avant le dépôt du projet (AMF, déc. n°213C1637, 25 oct. 2013, *Caméléon Software*).

²³²¹ AMF, déc. n°213C0944, 16 juill. 2013, *préc.*

²³²² AMF, déc. n°213C1735, 13 nov. 2013, *préc.*

771. De ce tour d’horizon se dégage un nouvel attribut commun aux principes généraux. Loin de se limiter aux actes conclus en période d’offre, le champ *ratione temporis* des principes leur permet de connaître d’actes conclus avant l’ouverture de cette période, ce qui aboutit à créer une période suspecte antérieure à la période d’offre. La fenêtre temporelle des principes est donc plus étendue que ce que l’interprétation littérale du Règlement général laisse entendre²³²³.

772. Critère retenu pour fonder l’application des principes. Les expressions employées pour motiver l’application des principes à des actes antérieurs à la période d’offre sont nombreuses, les autorités se référant tantôt à l’inscription des actes dans le « contexte »²³²⁴ de l’offre, tantôt à leur caractère « indissociable »²³²⁵ ou à leur « connexité »²³²⁶ avec l’offre. Si les formules employées varient, l’idée demeure substantiellement la même : lorsqu’il apparaît qu’un acte a été conclu en considération d’une offre à venir et produit ses effets en période d’offre, il entre dans le champ d’application des principes. Le rattachement est fonction du lien intellectuel qui unit l’acte envisagé et l’offre examinée²³²⁷. Pour apprécier l’existence de ce lien, la jurisprudence retient une approche *in concreto*, et use de la technique du faisceau d’indices en examinant si l’acte entretient une proximité temporelle avec l’offre ou si ses effets apparaissent subordonnés au succès de l’opération.

773. Appréciation critique du critère retenu. Ce critère intellectuel de rattachement, commun aux trois principes, apparaît des plus cohérents. Il l’est d’abord au regard du reste de la réglementation. Devant l’instauration d’une période de pré-offre qui limite préventivement la liberté des opérateurs, il aurait semblé pour le moins incompréhensible que les principes généraux, premiers garants du bon déroulement des offres, voient leur application cantonnée aux actes conclus après la publication du projet d’offre. Il l’est ensuite au regard du pragmatisme qui guide l’action des autorités boursières. Rien ne justifierait qu’une démarcation sépare les actes antérieurs à l’offre et ceux conclus postérieurement.

²³²³ Si cette observation a déjà été formulée par des auteurs (P. Le CANNU, « Liberté de concurrences... en matière d’offres publiques », *préc.*, p.406 ; A. VIANDIER, « Critère de la recevabilité d’une offre publique d’achat », *préc.*, n°13 ; Ch. GOYET, « Offres publiques d’acquisition – Pacte d’actionnaires – contrariété de l’accord au principe de libre compétition », *préc.*, p.256 ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats, op cit.*, n°632 ; E. SCHLUMBERGER, *Les contrats préparatoires à l’acquisition de droits sociaux*, av.-propos D. Schmidt, préf. H. Le Nabasque, Dalloz, 2013, n°352 et s.) elle se limitait toutefois au principe de liberté des offres et n’a jamais été étendue aux autres principes.

²³²⁴ CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *préc.* ; AMF, déc. n°213C0944, 16 juill. 2013, *préc.*

²³²⁵ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.* ; CA Paris, n°2015/07257, 8 sept. 2015, *préc.*

²³²⁶ AMF, déc. 213C1735, 13 nov. 2013, *préc.* ; CA Paris, n°2015/07257 8 sept. 2015, *préc.*

²³²⁷ Dans sa note sous l’arrêt OCP, Monsieur Alain Viandier remarquait ainsi « l’indivisibilité intellectuelle » qui unissait les actes litigieux et l’offre examinée (A. VIANDIER, « Critère de la recevabilité d’une offre publique d’achat », *préc.*, n°13)

Comme le relevait Monsieur Charles Goyet en 1993 : « On ne comprendrait d'ailleurs pas pourquoi une ligne de partage essentielle devrait séparer les accords conclus avant et ceux qui le seraient après. Pareille distinction, qui n'offre aucune pertinence [...] ouvrirait évidemment la porte à tous les contournements de la réglementation boursière »²³²⁸. L'article 231-5 du RG AMF, qui impose de porter à la connaissance de l'AMF toute clause « susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue », ne fait d'ailleurs aucune distinction entre les stipulations antérieures à l'offre et celles postérieures.

Le critère de rattachement choisi n'en demeure pas moins large. En intégrant dans le domaine d'application des principes les actes antérieurs à une offre mais qui seraient conclus en considération d'elle, les autorités pourraient, en théorie du moins, remettre en cause des actes conclus plusieurs années avant la réalisation d'une opération. Aussi peut-on légitimement s'interroger sur l'opportunité de limiter le jeu de ce critère, en déterminant par exemple une borne temporelle au-delà de laquelle les actes antérieurs à l'offre ne seraient plus susceptibles d'être contrôlés.

774. L'absence d'opportunité de fixer une limite temporelle au jeu des principes. Se prononcer sur l'opportunité d'établir une frontière temporelle à la mise en œuvre des principes implique d'opérer un parallèle avec les périodes suspectes prévues en procédure collective et en incapacités des personnes. Pour contenir l'insécurité juridique qu'elles véhiculent, ces périodes suspectes sont bornées dans le temps. Depuis la loi du 13 juillet 1967²³²⁹, la date de cessation des paiements ne peut être antérieure de plus de dix-huit mois à la date du jugement d'ouverture de la procédure²³³⁰. Avant ces 18 mois, et exception faite de certains actes à titre gratuit et de la déclaration d'insaisissabilité accomplie dans les six mois précédant la date de cessation des paiements²³³¹, les actes conclus par le débiteur en cessation des paiements ne peuvent être menacés par l'ouverture d'une procédure collective. Le dispositif prévu en matière d'incapacités est également circonscrit dans le temps. Alors que le droit antérieur permettait de revenir sur les actes passés par l'incapable avant l'ouverture de la mesure de protection sans limitation de durée²³³², l'article 464 du Code civil, dans sa rédaction issue de la loi du 5 mars 2007, prévoit désormais que les actes passés plus

²³²⁸ Ch. GOYET, « Offres publiques d'acquisition – Pacte d'actionnaires – contrariété de l'accord au principe de libre compétition », *préc.*, p.256.

²³²⁹ Art. 29 Loi n°67-563 du 13 juill. 1967 sur le règlement judiciaire, la liquidation des biens, la faillite personnelle et les banqueroutes.

²³³⁰ Art L.631-8 al.2 Code com.

²³³¹ Art. L.632-1 II Code com.

²³³² Ph. MALAURIE, N. PETERKA, *Droit des personnes. La protection des mineurs et des majeurs*, *op cit.*, n°476.

de deux ans avant le jugement d'ouverture de la mesure de protection ne peuvent être remis en cause²³³³.

Opportune dans le domaine des procédures collectives et des incapacités, ne gagnerait-on pas à instaurer une limite temporelle à la période suspecte qui a cours en droit des offres ? La sérénité des affaires n'implique-t-elle pas de limiter le trouble que le contrôle des actes antérieurs à la procédure d'offre est susceptible de causer ? À la réflexion, trois raisons invitent à répondre par la négative. En premier lieu, déterminer *in abstracto* une borne au-delà de laquelle le contrôle des actes antérieurs à la période d'offre serait exclu apparaît extrêmement complexe. En effet, la durée de la période préparatoire précédant le dépôt d'une offre publique et durant laquelle des actes contraires aux principes sont susceptibles d'être conclus est éminemment variable. De nombreux éléments viennent influencer sur sa durée, tels que la taille de la société cible, la composition de son actionnariat, les modalités de financement de l'opération et les autorisations administratives éventuellement nécessaires. Il est dès lors délicat de fixer de façon raisonnée un point de départ à la période suspecte des offres, d'autant qu'aucune donnée statistique n'existe sur le sujet, étant donné la grande confidentialité qui entoure les actes préparatoires. Dans ces conditions, choisir une limite abstraite risquerait de manquer le but poursuivi²³³⁴. En deuxième lieu, introduire une limite au-delà de laquelle les actes antérieurs ne seraient plus susceptibles d'être contrôlés reviendrait à ouvrir la boîte de Pandore. Il suffirait aux opérateurs de conclure leurs actes suffisamment en amont de l'offre pour les faire échapper à tout contrôle. En dernier lieu, les décisions rapportées démontrent que les autorités font preuve de mesure dans l'exercice de leur pouvoir de contrôle. Lors de l'examen de la recevabilité d'une offre, les autorités s'autorisent rarement à examiner des actes conclus longtemps avant l'opération et n'exercent généralement leur contrôle que sur les actes qui entretiennent une forte proximité temporelle avec l'offre²³³⁵. Nulle raison alors d'enfermer étroitement un pouvoir exercé avec sagesse.

²³³³ Art. 7 loi n°2007-308 du 5 mars 2007 portant réforme de la protection juridique des majeurs.

²³³⁴ Un parallèle avec les réflexions de la doctrine collectiviste du début du XX^{ème} siècle est à cet égard édifiant. V. par ex. la pensée du professeur Percerou qui, s'interrogeant sur l'opportunité d'introduire un *maxima* au report de la date de cessation de paiement en procédure collective, relevait que « Rien n'est plus arbitraire que de vouloir [...] ramener le sort des actes du failli aux mesures immuables du calendrier. Il y a des faillites qui s'annoncent de longue date, comme il en est d'autres qui éclatent subitement » (J. PERCEROU, *Des faillites & banqueroutes et des liquidations judiciaires*, t.1, 2^e éd., Rousseau, 1935, n°567).

²³³⁵ Seul l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris dans le cadre de l'offre publique sur les titres de la société Euro Disney SCA invite à relativiser cette affirmation (CA Paris, n°2015/07257, 8 sept. 2015, *préc.*). Lors de son examen, la cour a envisagé de contrôler la conformité aux principes de contrats conclus au moment de l'introduction en bourse de la société, soit près de 25 ans avant le dépôt de l'offre. En l'absence de lien de connexité qui aurait rendu ces contrats indissociables de l'offre publique, aucun contrôle ne fut toutefois mis en œuvre.

II. Le contrôle des actes réalisés après la période d'offre

775. Les enjeux relatifs à l'application des principes postérieurement à l'offre. Si le critère dégagé par la jurisprudence permet de saisir tout acte antérieur à une offre dès lors qu'il a été effectué en considération de celle-ci, une zone d'ombre reste encore à explorer : le champ *ratione temporis* des principes couvre-t-il également les actes réalisés une fois l'offre terminée ? À lire l'article 231-4 du RG AMF, les personnes concernées par l'offre sont soumises au respect de la réglementation pendant « la période d'offre », période qui prend fin au jour de publication des résultats de l'offre ou, le cas échéant, des résultats de sa réouverture. La lettre du texte laisse donc à penser qu'une fois les résultats publiés, les acteurs sont libérés du joug des principes. Retenir une démarcation temporelle aussi nette risquerait pourtant d'ouvrir une brèche importante : un initiateur pourrait lancer son offre en respectant l'égalité des actionnaires, puis rompre en toute impunité cette égalité en avantageant certains actionnaires une fois l'offre clôturée et les résultats publiés. La remarque est transposable à l'hypothèse d'une offre déclarée non conforme. À s'en tenir au champ d'application déclaré des principes, leur respect ne serait pas non plus dû une fois la non-conformité de l'offre prononcée. Or, ici encore, une telle position n'est pas sans danger. Elle pourrait pousser certains acteurs à déposer des offres volontaires manifestement irrecevables afin de pouvoir ensuite s'emparer du contrôle de fait de la société visée sans avoir à respecter les contraintes inhérentes à la réglementation des offres.

Ainsi apparaissent les enjeux relatifs à l'extension de la période suspecte aux actes conclus postérieurement à la période d'offre. Sur ce point, force est de constater l'absence de position claire de l'autorité de marché. Des enseignements peuvent toutefois être tirés de la récente affaire Prologue.

776. Les enseignements de l'affaire Prologue. Dans ce contentieux, il était reproché à la société Prologue d'avoir méconnu les règles relatives aux offres publiques en procédant, après une décision de non-conformité, à de multiples transactions à une parité identique à celle proposée dans son projet d'offre avorté. Si la solution rendue a déjà été commentée²³³⁶, le raisonnement suivi pour déclarer la réglementation des offres applicable aux agissements de la société Prologue apporte de précieux renseignements sur le domaine temporel des principes. Il convient donc d'y revenir. En substance, la notification de griefs reprochait à Prologue d'avoir « porté atteinte aux principes généraux des offres publiques d'acquisition » en sollicitant les actionnaires d'O2i afin de « réaliser une offre dans des conditions de transaction pour lesquelles l'AMF avait, le même jour, rendu une décision de non-

²³³⁶ V. *supra* n°615, n°616 et n°617.

conformité »²³³⁷. La société Prologue était donc poursuivie pour avoir violé les principes régissant la période d'offre par des agissements réalisés après cette même période. Conscient de l'originalité du raisonnement, l'AMF estimait que les principes généraux des offres étaient applicables au motif que Prologue avait, du fait de son comportement postérieur à la décision de non-conformité, « maintenu son projet d'offre visant le titre O2i »²³³⁸. En vertu des articles 231-1 et 231-4 du RG AMF, qui disposent que les personnes concernées par une offre sont soumises à la réglementation durant toute la période d'offre, la société restait donc soumise au respect des règles relatives aux offres publiques après la décision de non-conformité de l'AMF.

Si le grief tenant à la violation des principes généraux des offres ne fut pas retenu par la Commission des sanctions, le cheminement intellectuel suivi renseigne néanmoins sur le champ d'application des principes. En effet, en observant que le comportement en cause « ne constituait ni la poursuite de l'OPE déclarée non conforme par l'AMF, ni une nouvelle OPE, [il ne pouvait] être fait grief à Prologue de ne pas avoir respecté les principes généraux des offres publiques », la Commission des sanctions admet que dans l'hypothèse inverse, c'est-à-dire celle où l'ancien initiateur aurait, dans les faits, continué à mettre en œuvre son offre déclarée non conforme, les principes auraient eu vocation à s'appliquer aux actes réalisés postérieurement à la décision de non-conformité. Cela revient donc à considérer que le champ *ratione temporis* des principes peut parfaitement englober des actes conclus après la période d'offre. Cette analyse se confirme à la lecture de l'arrêt d'appel. La cour a considéré que le comportement de la société constituait le « prolongement »²³³⁹ du projet d'offre avorté, que la société Prologue était par conséquent soumise au respect de la réglementation et devait donc être condamnée pour avoir manqué aux principes de loyauté et d'égalité de traitement. Cette démonstration appelle trois séries d'observations.

777. Le critère retenu pour fonder l'application des principes. La première observation tient au critère retenu par la jurisprudence pour fonder l'application des principes à des actes réalisés postérieurement à la décision de non-conformité. Bien que l'expression ne soit pas directement employée, c'est l'existence d'une offre publique de fait qui semble avoir motivé la décision retenue. Si le grief adressé à la société est nébuleux sur ce point, force est de constater que les faits reprochés n'ont pas pu être réalisés « en période d'offre », puisque celle-ci avait pris fin à la date de la décision de non-conformité. Dès lors, c'est la continuité de fait de l'offre qui justifie l'application des principes à des actes conclus *ex post*.

²³³⁷ AMF, Com. Sanct., SAN-2020-01, 31 déc. 2019, *préc.*, p.4.

²³³⁸ AMF, Com. Sanct., SAN-2020-01, 31 déc. 2019, *préc.*, n°1.

²³³⁹ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°188.

Pour fonder la condamnation de Prologue, la cour d'appel a d'ailleurs relevé que le comportement litigieux constituait une « proposition publique adressée indifféremment à l'ensemble des actionnaires de la société O2i en vue d'échanger des titres O2i contre des titres Prologue, dans le prolongement du projet d'OPE initial »²³⁴⁰. Déterminer l'applicabilité des principes implique donc de rechercher si les actes réalisés s'analysent comme la poursuite d'une offre avortée²³⁴¹, et de s'interroger sur le lien intellectuel que les agissements sont susceptibles d'entretenir avec l'offre passée. Le critère qui se dégage de ces deux solutions semble donc identique à celui retenu pour contrôler les actes conclus avant la période d'offre.

778. Une solution transposable aux actes passés après les résultats d'une offre réussie. La solution retenue est parfaitement transposable à l'hypothèse d'actes passés postérieurement à une offre déclarée conforme. En effet, rien ne justifierait que le domaine *ratione temporis* des principes se limite à l'appréhension d'actes réalisés après une décision de non-conformité. L'effectivité des principes implique tout autant de saisir les actes conclus après les résultats d'une offre déclarée conforme. Le droit belge des offres publiques étend d'ailleurs l'exigence d'égalité au-delà de la seule période d'offre. L'arrêté royal relatif aux offres publiques interdit ainsi à l'initiateur et aux concertistes d'acquérir, pendant une période d'un an à compter de la fin de la période d'offre, des titres de la société cible à des conditions plus avantageuses que celles prévues par l'offre, à moins de verser la différence de prix à tous les détenteurs de titres ayant répondu positivement à l'offre²³⁴². Suivant une logique proche, la réglementation canadienne empêche l'initiateur d'acquérir, dans les 20 jours suivant la clôture de l'offre, des titres à des termes plus avantageux que ceux fixés dans le cadre de son offre²³⁴³. Bien qu'aucune décision n'ait été rendue sur le sujet en droit français, la raison commande de considérer que les principes ont tout autant vocation à appréhender les actes conclus après le terme d'une offre déclarée conforme, que celle-ci s'avère être une franche réussite ou un échec cuisant.

779. Il est d'ailleurs possible de remarquer que devant l'AMF, les initiateurs indiquent parfois ne pas avoir l'intention de déposer d'offres ultérieures à un prix supérieur²³⁴⁴. De la même façon, certaines dérogations à l'obligation de déposer une offre sont accordées en considération d'engagements pris par les actionnaires qui sollicitent l'AMF. Ces

²³⁴⁰ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°188.

²³⁴¹ Pour une analyse similaire v. A. VIANDER, « Épilogue de l'affaire Prologue », *préc.*, n°25 ; O. De BAILLIENCOURT, « Affaire Prologue : sanction d'un contournement de la procédure d'offre publique et désaveu de la commission des sanctions de l'AMF », *Dr. Soc.* août 2021, comm. 107, *spéc.* p.26.

²³⁴² Art. 45 Arr. royal du 27 avr. 2007 *relatif aux offres publiques d'acquisition*.

²³⁴³ Art. 2.5 Règl. 62-104 *relatif aux offres publiques d'achat et de rachat*.

²³⁴⁴ Pour une illustration récente v. AMF, déc. n°222C0844, 13 avr. 2022, *Société Marseillaise du tunnel Prado-Carenage*.

engagements s'inscrivent parfois dans le temps et peuvent durer plusieurs années après la décision de dérogation.²³⁴⁵ L'autorité veille alors à ce que le non-respect des engagements souscrits entraîne la caducité de la décision précédemment rendue²³⁴⁶. Enfin, lorsque des compléments de prix sont promis aux destinataires d'une offre et conditionnés à la réalisation d'un évènement, l'AMF s'assure qu'ils sont bien versés lorsque l'évènement se réalise, même plusieurs années après la clôture de l'offre²³⁴⁷.

780. Un *maxima* temporel pour l'application des principes. De nouveau, la question d'une borne temporelle à l'application des principes se pose. Elle reçoit cette fois une réponse différente. En effet, lorsque la période d'offre a touché à son terme, seule la Commission des sanctions sera compétente pour vérifier le respect des principes. Or, l'article L.621-15 I du Code monétaire et financier encadre dans le temps l'action de la Commission. En vertu de cette disposition, l'organe de sanction de l'AMF ne peut connaître d'un manquement qui remonterait à plus de six ans. Le délai court à compter du jour où le manquement a été commis, ou si le manquement est dissimulé, du jour où il a pu être constaté dans des conditions permettant sa poursuite. En toute hypothèse, le délai de prescription ne peut excéder douze années révolues. Les actes conclus postérieurement à une offre ne pourront donc être éternellement contrôlés à l'aune des principes généraux des offres : un *maxima* temporel au jeu de ces principes existe. Il apparaît néanmoins suffisamment éloigné pour ne pas menacer l'effectivité de la réglementation des offres.

781. Conclusion de Section. Les principes généraux ont d'abord vocation à s'appliquer en période d'offre, période dont le début est sonné par la publication du projet d'offre et le terme marqué par les résultats de l'offre. L'examen de la pratique décisionnelle des autorités montre toutefois que les effets des principes débordent largement de ce cadre temporel. Régulièrement, l'AMF et le juge judiciaire contrôlent des actes passés en dehors de la période d'offre publique, ce qui conduit à former une période suspecte autour de cette opération de marché. Dans le champ de cette période suspecte, tout acte qui entretient un lien intellectuel avec une offre passée ou à venir est susceptible d'être contrôlé. Pour apprécier ce lien, les autorités examinent les effets produits par l'acte en cause et la proximité temporelle de qui le lie à l'offre. Un *maxima* temporel au jeu des principes existe néanmoins. Il tient au délai de prescription applicable à l'action de la Commission des sanctions.

²³⁴⁵ V. par ex. AMF, déc. 208C2115, 27 nov. 2008, *préc.*

²³⁴⁶ Art. 234-10 al.3 RG AMF. Pour une illustration v. CMF, déc. n°198C0888, 24 sept. 1998, *Arbel Groupe Valfond*. Pour une analyse plus générale de la pratique des engagements, v. *infra* n°898 et s.

²³⁴⁷ Pour une illustration récente v. l'affaire Systran (AMF, *Rapport annuel* 2019, p.80 ; TGI Paris, 17 avr. 2019 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2019, p.42, note A. Gaudemet).

782. Conclusion de Chapitre. Derrière les singularités propres à chaque principe général, l'étude de la jurisprudence révèle que les principes partagent un même domaine d'application. Extrêmement vaste, celui-ci dépasse les prévisions du Règlement général. L'étude du champ d'application personnel, matériel et temporel des principes a montré qu'ils avaient vocation à s'appliquer à toute personne susceptible d'influer sur le bon déroulement d'une offre, peu importe la nature de ses actes, dès lors qu'ils ont été conclus en considération d'une offre et sont intellectuellement liés à elle. Le domaine des principes ne se préoccupe ni de la nature de l'acte en cause, ni de sa date de conclusion, ni de la qualité de son auteur.

Malgré son champ tentaculaire, le domaine attribué aux principes généraux n'en demeure pas moins équilibré. Il repose sur des critères de mise en œuvre qui assurent l'effectivité de la réglementation tout en préservant la sécurité juridique des intervenants à une offre. Le contrôle opéré est contenu dans des limites raisonnables. De fait, les actes antérieurs à l'offre ne seront contrôlés que lorsqu'ils entretiennent une certaine proximité temporelle avec l'opération. De droit, les manquements commis après la fin de l'offre publique ne pourront être sanctionnés que par la Commission des sanctions, dont l'action est enfermée dans le temps.

CHAPITRE 2. LA MISE EN ŒUVRE DES PRINCIPES GÉNÉRAUX

783. Annonce. Déterminer les autres règles d'application communes aux principes généraux implique désormais d'examiner les règles qui régissent leur mise en œuvre. Cette étude laisse apparaître deux attributs partagés et pour le moins contradictoires. Les modalités suivant lesquelles l'AMF met en œuvre les principes révèlent à la fois leur impérativité (**Section 1**) et leur trop grande ineffectivité (**Section 2**).

Section 1. L'impérativité des principes généraux

784. Annonce. L'approche individuelle des principes a déjà fait ressortir leur caractère obligatoire. Exigences catégoriques, les principes d'égalité, de liberté et de loyauté s'opposent au jeu normal de la liberté individuelle. Il faut désormais affiner l'analyse en examinant les conséquences qu'emporte l'impérativité des principes. L'étude permet de rendre compte de la valeur juridique des principes (§1), des critères retenus par les autorités pour vérifier leur respect (§2), et de la faculté de renoncer à leur bénéfice (§3).

§1. La valeur juridique des principes généraux

785. Annonce. La valeur juridique des principes renvoie à leur force normative et à leur place dans la hiérarchie des normes. Si le caractère d'ordre public des principes généraux ne fait pas de doute (**II**), leur autorité juridique est quant à elle plus difficile à cerner (**I**).

I. L'autorité juridique des principes généraux

786. Le rang des principes généraux dans la hiérarchie des normes. Le rang exact des principes généraux au sein de la hiérarchie des normes constitue une problématique largement irrésolue. S'il est acquis que les principes généraux du droit sont des normes juridiques et appartiennent à ce titre au droit positif, leur autorité juridique reste obscure et ne peut être déterminée de façon certaine²³⁴⁸. Il s'agit pourtant d'une donnée cruciale. La

²³⁴⁸ J. GHESTIN, H. BARBIER, J.-S. BERGÉ, *Introduction générale, op cit.*, n°727 ; B. GENEVOIS, M. GUYOMAR, « Principes généraux du droit : panorama d'ensemble », *préc.*, n°259.

place des principes dans la pyramide normative fonde leur capacité à primer sur les normes d'un rang inférieur. Elle constitue donc un enjeu considérable pour déterminer comment les principes s'articulent avec les autres règles et quelle marge de liberté ils offrent aux sujets de droit. Aussi apparaît-il nécessaire d'appréhender du mieux possible l'autorité qui s'attache aux principes généraux du droit, et plus spécialement encore, à ceux qui régissent les offres publiques d'acquisition.

787. La conception traditionnelle. En droit public, la thèse traditionnelle consiste à affirmer la valeur *infra*-législative et *supra*-décrétale des principes généraux dégagés par le juge administratif²³⁴⁹. Cette conception repose sur le postulat suivant lequel la place d'une norme dépend de celle qu'occupe la source formelle dont elle émane²³⁵⁰. Parce que les juridictions administratives sont chargées d'apprécier la légalité d'actes réglementaires, les normes qu'elles produisent, en ce compris les principes généraux qu'elles découvrent, se situent au même niveau que ces juridictions, à savoir à un rang qui est à la fois *infra*-législatif et *supra*-décrétal. Cette doctrine, qui continue à être défendue en droit administratif²³⁵¹ et parfois en droit privé²³⁵², est dotée d'une vertu pédagogique indéniable. Il reste que cette approche unitaire apparaît trop réductrice à l'heure où des principes de valeur différente sont dégagés par les juridictions²³⁵³. En droit administratif, l'arrêt Koné suffit à dévoiler les limites de l'analyse : en consacrant de manière inédite un principe fondamental reconnu par les lois de la République de valeur constitutionnelle, le Conseil d'État a montré qu'il pouvait conférer un rang *supra*-législatif aux principes qu'il dégage²³⁵⁴. La remarque vaut aussi pour les juridictions judiciaires. La Cour d'appel de Paris a ainsi érigé en principe fondamental à valeur constitutionnelle la liberté de l'imprimerie, pourtant énoncée au sein d'une simple disposition législative²³⁵⁵.

788. La conception moderne. Dépassant la conception unitaire de l'autorité juridique des principes, une analyse plus moderne instaure une hiérarchie entre les principes suivant leur source. L'autorité des principes généraux dépendrait ainsi du niveau dans la hiérarchie

²³⁴⁹ R. CHAPUS, « De la soumission au droit des règlements autonomes », *préc.* ; « De la valeur juridique des principes généraux du droit et des autres règles jurisprudentielles du droit administratif », *préc.*

²³⁵⁰ R. CHAPUS, « De la valeur juridique des principes généraux du droit et des autres règles jurisprudentielles du droit administratif », *préc.*, p.99.

²³⁵¹ P. De MONTALIVET, « Principes généraux du droit », *Jur. class. adm.*, LexisNexis, 2020, n°55 et s.

²³⁵² P. DEUMIER, *Introduction générale au droit*, *op cit.*, n°15.

²³⁵³ J. WALINE, *Droit administratif*, 28^e éd., Dalloz, 2020, n°346 ; J. PETIT, P.-L. FRIER, *Droit administratif*, 16^e éd., LGDJ, 2022, n°187-188.

²³⁵⁴ CE, n°169219, 3 juill. 1996, *M. Koné*.

²³⁵⁵ CA Paris, 18 févr. 1992, *SA Éditions Maréchal Le Canard enchaîné et autres c/ Bergeron* ; D.1992, IR 141.

des normes du texte dont ils découlent²³⁵⁶. Selon son origine, un principe serait susceptible d'avoir une valeur réglementaire, législative ou constitutionnelle. L'autorité variable des principes généraux expliquerait ainsi la *supra*-légalité de certains d'entre eux, capables de dominer l'application des lois²³⁵⁷, et d'intervenir dans le contrôle constitutionnel des textes législatifs²³⁵⁸. Cette conception explique également pourquoi la plupart des auteurs qui ont abordé la question du rang des principes généraux des offres ont considéré, sans plus de discussion, que ces principes revêtaient une simple valeur réglementaire²³⁵⁹. Posés par un texte réglementaire, les principes généraux des offres qui figurent à l'article 231-3 du RG AMF seraient donc appelés à s'effacer devant un texte législatif contraire. Plus encore, ils seraient susceptibles d'être abrogés à tout instant par un règlement qui viendrait supprimer l'article au sein duquel ils figurent. Les principes directeurs, intégrés à l'article L.433 I du Code de commerce, seraient eux dotés d'une valeur législative.

789. L'insuffisance de la source formelle d'une norme comme indicateur de son rang. Réduire les principes généraux des offres au rang de simples normes à valeur réglementaire au motif qu'ils seraient assis sur un texte réglementaire n'emporte pas la conviction. En effet, l'affirmation suivant laquelle la force juridique d'une norme est liée à la place de la source formelle qui l'édicte constitue un postulat théorique qui n'a qu'une portée très relative. En pratique, les principes n'épousent pas aveuglément la nature de l'autorité ou du texte qui en affirment l'existence²³⁶⁰. Les juridictions judiciaires dégagent parfois des principes afin de contredire une norme législative, constitutionnelle ou internationale²³⁶¹. L'autorité réelle d'un principe ne coïncide pas nécessairement avec son autorité formelle. En droit des offres, l'autorité juridique des principes généraux ne correspond donc pas forcément à leur assise réglementaire. Ils peuvent revêtir une autorité inférieure ou, au contraire, supérieure.

²³⁵⁶ B. GENEVOIS, M. GUYOMAR, « Principes généraux du droit : panorama d'ensemble », *op cit.*, n°263.

²³⁵⁷ H. ROLAND, L. BOYER, *Introduction au droit*, Litec, 2003, n°1027.

²³⁵⁸ J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Introduction au droit*, *op cit.*, n°96.

²³⁵⁹ D. MARTIN, « L'incessibilité ou la cession d'actifs d'une société cible d'une offre publique est-elle possible et dans quelles conditions ? », *préc.*, n°34 ; F. BARRIÈRE, « Vers une évolution du droit des OPA après les affaires Véolia/Suez et Scor/Covéa », *préc.*, n°12 ; N. MENESSION, « Défenses anti-OPA : état des lieux après l'opération Veolia/Suez », *préc.*, p.63 ; S. ZAKI, « La place du juge consulaire dans le cadre du contentieux des offres publiques », *Rev. Droit & Aff.* févr. 2022, p.196 et s., *spéc.* p.197 ; L. RICHER, « L'autorité de régulation et la hiérarchie des normes. Une étude de cas (Veolia/Suez) », *préc.*, n°16-17.

²³⁶⁰ B. BEIGNIER, « Hiérarchie des normes et hiérarchie des valeurs », in *Études offertes à Pierre Catala*, Lexis Nexis, 2001, p.153 et s., *spéc.* p.163 et p.166 ; J. NORMAND, « Principes directeurs du procès », in *Dictionnaire de la justice*, (dir.) L. Cadet, PUF, 2004, p.1042.

²³⁶¹ P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, *op cit.*, n°642. L'auteur prend l'exemple du principe *fraus omnia corrumpit*, du principe de l'abus de droit, du principe selon lequel le juge de l'action est le juge de l'exception et de l'application singulière du principe de la rétroactivité *in mitius* en droit pénal.

790. Les propositions doctrinales visant à dépasser le critère de la source. Déterminer l'autorité juridique des principes généraux implique donc de se détacher du seul critère formel lié à leur source, qui ne constitue pas un indicateur suffisant, et de le compléter par d'autres, ou de changer de paradigme en renonçant à l'approche traditionnelle de la hiérarchie des normes.

Pour définir l'autorité d'un principe énoncé dans un texte législatif ou réglementaire, des auteurs ont proposé de recourir à un critère matériel distinct de la source formelle qui contient le principe. Si la désignation de ce critère varie selon les analyses, il se rapporte toujours à la valeur fondamentale véhiculée par le principe en cause. Ainsi, le rang de principes dans la hiérarchie des normes serait moins fonction de leur place formelle dans celle-ci que de la source politique, sociale, morale ou économique à laquelle ils s'alimentent²³⁶². Séduisante, l'analyse permet d'expliquer pourquoi les principes qui régissent la procédure civile, le procès pénal ou le procès administratif peuvent être considérés comme dotés d'un rang supérieur aux dispositions qui en consacrent l'existence²³⁶³. Cette théorie est toutefois d'un maniement délicat. En effet, et comme le relèvent certains de ses promoteurs, en droit positif, aucun instrument ne permet de mesurer la dimension téléologique d'une norme ni d'opérer un classement entre les différentes valeurs susceptibles d'être transportées par un principe²³⁶⁴. Il est dès lors difficile de définir l'autorité juridique d'un principe en retenant un critère lié à la valeur qu'il véhicule, sauf à vouloir résoudre d'infinis conflits entre des principes dotés de valeurs économiques ou morales fortes dont toute hiérarchisation ne pourrait être que subjective, et donc, partielle.

Aussi d'autres auteurs ont-ils proposé de dépasser l'approche linéaire de la hiérarchie des normes et de déconstruire l'édifice pyramidal de Kelsen, en considérant que la réalité du droit ressemblait « moins à ce schéma légitimant et de plus en plus à une armée où les grades n'auraient qu'une valeur assez relative »²³⁶⁵. L'idée que les principes généraux du droit n'entretenaient finalement aucun rapport hiérarchique avec le reste des normes a pu être défendue²³⁶⁶. Les principes s'appliqueraient ainsi seulement dans la situation où aucune autre

²³⁶² L. CADIET, « Et les principes directeurs des autres procès ? Jalons pour une théorie des principes directeurs du procès » in *Études offertes à Jacques Normand*, Litec, 2003, p.71, spéc. n°29 et n°36 ; E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, *op cit.*, n°136 et s.

²³⁶³ L. CADIET, « Et les principes directeurs des autres procès ? Jalons pour une théorie des principes directeurs du procès », *op cit.*, n°29, n°34 et n°36.

²³⁶⁴ E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, *op cit.*, n°139.

²³⁶⁵ Ph. JESTAZ, *Le droit*, 9^e éd., Dalloz, 2016, p.66. Dans un sens proche v. M. DELMAS-MARTY, *Pour un droit commun*, *op cit.*, p.88-89.

²³⁶⁶ A.-S. MESCHERIAKOFF, « La notion de principes généraux du droit dans la jurisprudence récente », *AJDA* 1976, p.596 et s., spéc. p.606 à p.608.

norme ne serait appelée à régir l'hypothèse. Un rapide regard sur le droit positif empêche toutefois de souscrire à cette analyse, tant il est des cas dans lesquels l'on peut sérieusement douter du défaut de norme applicable²³⁶⁷. Plus convaincante, la proposition faite par Monsieur Patrick Morvan consiste à renoncer à l'approche hiérarchique ordonnée et à raisonner autour de trois plans distincts : le plan horizontal du droit, qui contiendrait les normes juridiques écrites et dont la généralité empêcherait la réalisation, le plan horizontal du fait, qui regrouperait l'ensemble des situations factuelles destinées à être régies par des normes juridiques, et le plan vertical, qui joindrait les deux précédents, représenté par l'activité par laquelle le juge appliquerait la norme à la réalité des faits²³⁶⁸. Parce que les principes généraux produisent des conséquences extra-légales, ils résideraient dans le plan vertical et permettraient au juge de restreindre la portée des normes écrites, quelle que soit leur importance. L'autorité des principes dégagés par la jurisprudence serait donc parallèle²³⁶⁹. Cette conception est particulièrement attirante en ce qu'elle met en lumière le rôle fondamental du juge dans la réalisation des principes. Elle est cependant trop restrictive et trop originale pour être reprise. La proposition se limite en effet aux visas de principes de la Cour de cassation, catégorie qui ne saurait englober tous les principes généraux que connaît le droit positif, comme le relève lui-même l'auteur de la proposition²³⁷⁰. Cette conception ne saurait donc valoir pour tous les principes, qui ne sont pas tous *contra legem* et dont l'assise réside parfois dans un texte écrit²³⁷¹. Cette théorie rompt en outre avec la conception traditionnelle de la hiérarchie des normes qui, bien que partiellement dépassée, demeure dotée d'une vertu didactique importante et guide encore très largement la pratique du droit. Or, la méthodologie dégagée en introduction de la présente étude exige, sauf raisons impérieuses, de retenir comme base de travail les critères les plus largement partagés par la communauté des juristes²³⁷². Si ces remarques commandent de ne pas reprendre entièrement cette analyse, il est néanmoins possible d'en tirer de précieux enseignements pour mieux cerner le rang des principes au sein de la hiérarchie des normes.

791. Le rang des principes généraux est déterminé par l'organe chargé de les appliquer. Dans le prolongement de la théorie des trois plans, il semble que seule une analyse réaliste permette de fixer le rang des principes au sein de la hiérarchie des normes. Dans les faits, la hiérarchie des normes est le fruit des organes chargés de l'application du

²³⁶⁷ P. MORVAN, *Le principe de droit privé, op cit.*, n°590 et s.

²³⁶⁸ P. MORVAN, *Le principe de droit privé, op cit.*, n°650.

²³⁶⁹ P. MORVAN, *Le principe de droit privé, op cit.*, n°653 à n°655.

²³⁷⁰ P. MORVAN, « Les visas de principes dans la jurisprudence de la Cour de cassation : inventaire d'un droit "hors-la-loi" », *préc.*, n°6.

²³⁷¹ V. *supra* n°51.

²³⁷² V. *supra* n°31.

droit. À proprement parler, « ce sont les interprètes qui “font” la hiérarchie des normes »²³⁷³. En conséquence, le rang des principes et la force des conséquences qu’ils produisent sont ceux que l’organe chargé de leur application souhaite leur attribuer. Les principes sont supérieurs aux règles que l’autorité qui les mobilise juge inférieures. Cette analyse était déjà proposée par le doyen Hébraud au début des années soixante-dix. L’éminent auteur remarquait ainsi que les juges détenaient la pleine maîtrise du droit substantiel et pouvait donc choisir d’en restreindre ou d’en compléter les effets en précisant les conséquences extra-légales produites par les principes généraux²³⁷⁴. Ainsi, « La force de la jurisprudence ne se définit donc pas par un niveau déterminé qui serait attribué aux règles jurisprudentielles dans la hiérarchie des normes, mais par la force du pouvoir juridictionnel dont elles émanent, et ce pouvoir, essentiellement caractérisé par l’objet sur lequel il porte, varie pour les diverses juridictions »²³⁷⁵. Suivant cette approche, le rang des principes généraux dépend de la mission assignée à l’autorité chargée de les appliquer et de la problématique qu’il lui revient de trancher. Cela expliquerait pourquoi les principes généraux dégagés par le juge administratif, chargé de contrôler la légalité d’actes réglementaires, sont considérés comme dotés d’une valeur *supra-décrétale*²³⁷⁶. Mais si la mission conférée au juge administratif avait été autre, et avait par exemple consisté à contrôler la teneur d’une loi, les principes employés auraient alors été déclarés *supra-législatifs*. L’autorité juridique des principes généraux est finalement celle que l’autorité qui les mobilise leur accorde dans le cas donné²³⁷⁷. Ils sont alors dotés d’un rang glissant au sein de la hiérarchie des normes.

792. Cette observation vaut tout autant pour les principes généraux des offres. Leur rang est en effet tributaire de la situation que l’autorité ou le juge est appelé à trancher. Lorsque la conformité d’un acte contractuel aux principes généraux des offres est contestée, leur reconnaître une valeur simplement réglementaire suffit à neutraliser l’acte en cause. Au contraire, lorsque l’autorité de marché est saisie d’une question relative à la compatibilité des principes généraux avec une norme de nature législative, elle aura tendance à leur conférer, inconsciemment, une valeur supérieure à la loi. En effet, si la délégation de compétence dont bénéficie l’AMF découle d’une règle législative et laisse à penser que les principes généraux

²³⁷³ P. BRUNET, « Les principes généraux du droit et la hiérarchie des normes », in *Mélanges en l’honneur de Michel Troper*, Economica, 2006, p.207 et s., *spéc.* p.217.

²³⁷⁴ P. HÉBRAUD, « Le juge et la jurisprudence », in *Mélanges offerts à Paul Couzinet*, Université de Toulouse, 1974, p.329, *spéc.* n°3.

²³⁷⁵ P. HÉBRAUD, « Le juge et la jurisprudence », *op cit.*, n°21.

²³⁷⁶ P. HÉBRAUD, « Le juge et la jurisprudence », *op cit.*, n°20.

²³⁷⁷ Dans le même sens v. P. SARGOS, « Les principes généraux du droit privé dans la jurisprudence de la Cour de cassation. Les garde-fous des excès du droit », *JCP G* 2001, I, 306, *spéc.* n°28, où l’auteur relève que « la circonstance qu’un principe général du droit soit repris par un décret, codifié, ou devienne une loi particulière, n’a pas d’incidence réelle sur sa place dans la hiérarchie normative puisque, si le Conseil constitutionnel en décide ainsi, ce principe peut devenir une norme constitutionnelle à laquelle une nouvelle loi ne pourrait déroger ».

qu'édicte cette autorité ne sauraient dépasser ce rang, il faut toutefois inscrire ce raisonnement dans le réel. En pratique, si l'habilitation de l'autorité de marché figure à l'article L.433-1 I du Code de commerce, la mission de régulation dont elle est investie peut lui imposer de prendre ses distances avec la hiérarchie des normes pour assurer le bon déroulement des offres, maintenir la confiance dans le marché, et inciter les acteurs à s'entendre. L'histoire regorge d'exemples dans lesquels la COB, chargée de faire appliquer une réglementation financière de nature essentiellement réglementaire, fit triompher celle-ci sur un droit des sociétés de rang législatif. Les oppositions passées de la COB à la cotation de sociétés en commandite par actions et aux clauses d'agrément, pourtant parfaitement autorisées par la loi du 24 juillet 1966, l'illustrent²³⁷⁸. Les positions prises par l'AMF durant l'offre de Veolia sur Suez en portent encore le témoignage²³⁷⁹. En considérant que l'article L.233-32 I du Code de commerce ne pouvait autoriser à passer outre les exigences des principes généraux dont la base textuelle était pourtant réglementaire, l'autorité s'écarta tacitement de la hiérarchie des normes pour réaliser sa mission de régulation. On notera toutefois que l'AMF ne déclara pas directement que les principes étaient dotés d'un rang supérieur à la loi, mais affirma seulement que ce texte devait s'articuler avec les principes qu'elle avait pour mission de faire respecter²³⁸⁰. Réguler implique de « maintenir et conserver la maîtrise de l'évolution d'un phénomène²³⁸¹ ». C'est ce que fit l'autorité de marché. L'issue du contentieux en témoigne. Une semaine après le communiqué, Veolia et Suez sont en effet parvenus à une solution négociée, respectueuse des principes généraux des offres.

793. Les conséquences attachées au rang particulier des principes généraux. Le rang variable des principes généraux emporte deux conséquences. Le fait que l'autorité juridique des principes soit celle que leur confère l'organe qui les emploie garantit d'abord leur pérennité. Parce que le rang et l'existence des principes ne dépendent pas seulement de leur assise textuelle, la suppression de l'article 231-3 du RG AMF ne ferait pas obstacle à ce que les autorités considèrent que les acteurs concernés par une offre demeurent tenus de se plier aux principes d'égalité, de libre jeu et de loyauté. Il est d'ailleurs possible de remarquer que pendant près de vingt ans, le principe de loyauté était absent des principes énoncés par le Règlement général²³⁸², et que cela n'a pas empêché le juge de neutraliser les opérations qui

²³⁷⁸ Sur ces points v. D. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *op cit.*, n°42.

²³⁷⁹ AMF, *Communiqué* 2 avr. 2021, *préc*

²³⁸⁰ AMF, *Précisions sur le rôle de l'AMF dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, préc.*, p.11. V. *supra* n°708.

²³⁸¹ V. « réguler » in *Trésor informatique de la langue française*.

²³⁸² Il faut attendre un arrêté du 5 novembre 1998 pour que l'impératif de loyauté soit explicitement mentionné au sein de l'anc. art. 5-1-1 du RG CMF (arr. du 5 nov. 1998 *portant homologation de dispositions du règlement général du Conseil des marchés financiers et abrogation de dispositions du règlement général du Conseil des bourses de valeurs*, JO n°266, 17 nov. 1998).

perturbaient le déroulement loyal des offres²³⁸³. Cet état des choses est heureux. Les principes constituant le principal outil à la disposition des autorités pour s'opposer aux pratiques répréhensibles qui tirent profit des silences de la loi, il serait malvenu qu'un principe puisse être abrogé à la suite d'une erreur de codification.

Le rang glissant des principes explique ensuite pourquoi les organes chargés de contrôler le bon déroulement des offres n'ont jamais estimé nécessaire de préciser l'autorité juridique attachée aux principes généraux. Les autorités ont préféré mettre en exergue le caractère d'ordre public des principes, et leur capacité à neutraliser les actes qui leur sont contraires.

II. Le caractère d'ordre public des principes généraux

794. Le concept d'ordre public. Avec celui de principe, le concept d'ordre public est certainement l'un des plus difficiles à appréhender en droit. La multitude de définitions dont il a fait l'objet en témoigne. Dans sa thèse de doctorat, Monsieur Malaurie dénombrait 22 définitions de l'ordre public auxquelles il ajouta la sienne²³⁸⁴. 70 ans plus tard, il en existe autant que d'auteurs ayant étudié le concept. De l'hétérogénéité de ces définitions ressort néanmoins deux constantes : le caractère indispensable de l'ordre public et son contenu relatif. L'ordre public apparaît en premier lieu indispensable. Il l'est en cela qu'aucune branche du droit ne saurait se passer de cet instrument²³⁸⁵. L'ordre public et les dispositions qui s'y rattachent servent l'intérêt général. Partant, l'ordre public irrigue toute la matière juridique. Il est ce « rocher »²³⁸⁶, cette « loi suprême »²³⁸⁷, qui assure l'organisation et la sauvegarde de la société en son ensemble. Le contenu de l'ordre public apparaît ensuite relatif en ce qu'il est en perpétuelle évolution. Les dispositions qui composent l'ordre public varient ainsi avec la matière considérée, l'espace et le temps²³⁸⁸.

Au-delà de ces deux observations, il est difficile de donner une définition précise du concept d'ordre public, sauf à opter pour une approche fonctionnelle de celui-ci. En effet, si

²³⁸³ CA Paris, 18 mars 1988, *préc.*

²³⁸⁴ Ph. MALAURIE, *Les contrats contraires à l'ordre public, étude de droit civil comparé : France, Angleterre, URSS, Matot-Braine*, 1953, *spéc.* n°99 et appendice, p.261 et s.

²³⁸⁵ G. MARCOU, « L'apparition du droit du marché et l'ordre public économique », in *Droit et marché*, (dir.) S. Dormont et Th. Perroud, LGDJ, 2015, p.5 et s, *spéc.* p.7.

²³⁸⁶ J. CARBONNIER, « Exorde », in *L'ordre public à la fin du XXe siècle*, (dir.) Th. Revet, Dalloz, 1996, p.1.

²³⁸⁷ CE, *Procès-verbal contenant la discussion du projet de Code civil*, t.2, séance du 5 ventôse, an II, p.396.

²³⁸⁸ F. HAGE-CHAHINE, « L'ordre public dans l'économie, rapport général », in *Travaux de l'association Henri Capitant*, t.49, 1998, p.17 et s., *spéc.* p.21

l'ordre public ne semble pas pouvoir s'épuiser dans une définition, sa fonction est quant à elle simple à saisir : elle consiste à restreindre la liberté des personnes²³⁸⁹. L'ordre public n'est ni plus ni moins qu'un instrument de contrainte qui s'impose aux sujets de droit dans leurs rapports juridiques. Comme l'exprime parfaitement Monsieur Étienne Picard, « Dans un ordre juridique donné, la fonction de l'ordre public consiste à garantir [...] que toutes les exigences d'ordre, matériel ou juridique, qui, au sein de cet ordre juridique, apparaissent essentielles aux yeux des autorités [...], seront en tout état de cause satisfaites, c'est-à-dire quel que soit l'état formel du droit tel qu'il peut résulter de la mise en œuvre de ses règles habituelles, spécialement du principe de liberté »²³⁹⁰. L'ordre public a ainsi pour but de résoudre un conflit entre deux sources. Il donne la primauté à l'une et neutralise les conséquences de l'autre.

795. Annonce. La doctrine s'est très tôt interrogée sur le caractère d'ordre public des règles et principes qui régissent la réglementation des offres. Bien qu'aucun texte ne l'affirme directement, il est aujourd'hui acquis que les principes généraux des offres font partie de l'ordre public virtuel (A) et composent l'ordre public économique (B).

A. Des principes relevant de l'ordre public virtuel

796. Les motifs du débat autour du caractère d'ordre public des principes. Le caractère d'ordre public des principes régissant les offres a longtemps fait l'objet de controverse. Ces controverses sont dues au socle réglementaire des principes et au silence du législateur.

797. Le socle réglementaire des principes généraux. Si l'administration n'a pas attendu la réglementation des offres pour promulguer des dispositions réglementaires susceptibles d'emporter la nullité d'actes juridiques²³⁹¹, certains auteurs ont refusé de reconnaître un caractère d'ordre public aux dispositions édictées par des autorités administratives. Selon ces auteurs, la force du contrat, expression de la liberté contractuelle, ne saurait être atténuée que par la loi²³⁹². Exposés dans un texte réglementaire, les principes

²³⁸⁹ R. SAVATIER, « L'ordre public économique », D.1965, chron., p.37.

²³⁹⁰ E. PICARD, « Introduction générale : la fonction de l'ordre public dans l'ordre juridique », in *L'ordre public : ordre public ou ordre publics ? Ordre public et droits fondamentaux*, (dir.) M.-J. Redor, Bruyant, 2001, p.17 et s., spéc. p.56.

²³⁹¹ Pour un exemple v. l'ancienne réglementation des changes (J.-P. ECK, « À propos de l'incidence de la réglementation des changes sur la validité des contrats », D.1983, chron., p.91).

²³⁹² M. VASSEUR, « Le pouvoir du comité de la réglementation bancaire de régir les prises de participation indirecte dans un établissement de crédit et la sanction du non-respect de ses règlements », D.1989, chron., p.209, spéc. n°12.

régissant les offres ne pourraient donc entraîner la nullité d'un acte, ou revêtir un caractère d'ordre public²³⁹³.

Cette position n'est pas conforme à la jurisprudence de la Cour de cassation qui, dès 1929, a affirmé que la loi n'était pas la seule source de l'ordre public²³⁹⁴. La réforme du Code civil intervenue en 2016 a d'ailleurs entériné cette position, l'article 1102 énonçant que « La liberté contractuelle ne permet pas de déroger aux règles qui intéressent l'ordre public ». Le vocable utilisé n'est plus celui de « lois », mais celui de « règles », notion qui englobe, sauf précision contraire, toute norme juridique obligatoire²³⁹⁵, dispositions réglementaires comprises²³⁹⁶.

Un argument *ad consequentiam* confirme qu'il n'est pas possible d'exclure le caractère d'ordre public d'une disposition du seul fait de son assise réglementaire. Un tel rejet reviendrait à reconnaître une liberté sans bornes aux acteurs qui interviennent dans les différentes sphères où le législateur n'est pas autorisé à légiférer. Comme l'a relevé Monsieur Hervé Lécuyer : « la relative démission du législateur ne peut laisser éclore des schémas d'organisation conventionnels [...] dépouillés de tout contrôle »²³⁹⁷. Ces considérations expliquent pourquoi l'écrasante majorité de la doctrine admet désormais que des dispositions réglementaires puissent revêtir un caractère d'ordre public²³⁹⁸.

798. Le silence du législateur. S'il est acquis que l'assise réglementaire des principes ne va pas à l'encontre de leur éventuel caractère d'ordre public, un autre obstacle survient. Il est propre au silence du législateur. En effet, aucune disposition n'a jamais consacré le caractère d'ordre public des principes régissant les offres. Ce silence peut être facilement dépassé. En effet, parallèlement aux dispositions qui revêtent expressément le sceau de l'ordre public, un ordre public virtuel a continuellement existé. Il a toujours été reconnu au juge la faculté de conférer, dans le silence de la loi, un caractère d'ordre public aux règles et

²³⁹³ A. COURET, « Cession d'actions d'autocontrôle en cours d'OPA – Violation du règ. COB n°89-03, art.3 – annulation de la cession (oui) », *RJC* 1992, p.215 et s., *spéc.* p.218-219.

²³⁹⁴ Cass. Civ., 4 déc. 1929 ; S.1931, I, p.49, note P. Esmein.

²³⁹⁵ V. « règle » in *Vocabulaire Juridique*, *op cit.*

²³⁹⁶ M.-F. MAGNAN, *Droit des obligations*, *op cit.*, n°106.

²³⁹⁷ H. LÉCUYER, *La théorie générale des obligations dans le droit patrimonial de la famille*, (dir.) G. Cornu, Panthéon Assas, 1993, *spéc.* p.175.

²³⁹⁸ V. not. Ph. MALINVAUD, M. MEKKI, J.-B. SEUBE, *Droit des obligations*, 17^e éd., Lexis Nexis, 2023, n°286 ; M.-F. MAGNAN, *Droit des obligations*, *op cit.* n°106 ; J.-J. LEMOULAND, G. PIETTE, « Ordre public et bonnes mœurs », *Rép. civ.*, Dalloz, 2022, n°19-20 ; B. FAGES, *Droit des obligations*, *op cit.*, n°160 ; adde M. MOHAMED SALAH, « Les transformations de l'ordre public économique : vers un ordre public régulateur ? » in *Mélanges en l'honneur de Gérard Farjat*, Frison-Roche, 2000, p.261, *spéc.* n°11 qui souligne que le renouvellement des sources de l'ordre public économique se traduit, en particulier, par une explosion des sources administratives.

principes incarnant un intérêt jugé supérieur²³⁹⁹. Les illustrations de ce phénomène ne manquent pas, à tel point que l'ordre public semble aujourd'hui bien plus virtuel que textuel²⁴⁰⁰.

799. La timide reconnaissance du caractère d'ordre public des principes. Il est revenu aux autorités financières de se prononcer sur l'éventuel caractère d'ordre public des principes généraux des offres. Préférant la méthode des petits pas à celle d'une inauguration brutale, il fallut près de 20 ans pour passer de la timide reconnaissance du caractère d'ordre public des principes à son éclatante consécration.

800. Procédant par étape, c'est d'abord au sein de ses rapports annuels que l'autorité boursière reconnut le caractère d'ordre public des principes. Au sein de son rapport de 1975, la COB proclama ainsi le caractère d'ordre public de la réglementation et du libre jeu des offres²⁴⁰¹. Malgré la clarté de l'affirmation, celle-ci demeura isolée et ce n'est qu'une dizaine d'années plus tard que la question ressurgit au travers de l'affaire Télémécanique. Dans un arrêt du 18 mars 1988, la Cour d'appel de Paris déclara que les textes régissant les offres étaient « impératifs » et qu'en conséquence, « leur inobservation [était] susceptible d'entraîner l'annulation des actes et des opérations contraires »²⁴⁰², annulation qui constitue la sanction traditionnelle de l'ordre public. Si la solution était importante pour l'époque, elle n'affirmait pas clairement le caractère d'ordre public des principes. Seul le terme « impératif » était employé. Or les deux termes ne sont pas parfaitement synonymes : si toute disposition d'ordre public est nécessairement impérative, la réciproque ne se vérifie pas toujours²⁴⁰³.

801. Le Comité de surveillance des offres déclara quelques mois après cette affaire que l'ensemble des engagements ayant « pour objet ou pour effet de porter atteinte directement ou de façon détournée à ces principes ne sauraient être acceptés par les autorités boursières

²³⁹⁹ F. TERRÉ, Ph. SIMLER, Y. LEQUETTE, F. CHÉNÉDÉ, *Les obligations*, *op cit.*, n°488.

²⁴⁰⁰ J.-J. LEMOULAND, G. PIETTE, « Ordre public et bonnes mœurs », *préc.*, n°30.

²⁴⁰¹ COB, *Rapport annuel 1975*, p.103.

²⁴⁰² CA Paris, 18 mars 1988, *préc.*

²⁴⁰³ En ce sens v. F. HAGE-CHAHINE, « L'ordre public dans l'économie », *op cit.*, p.31 ; J.-M. MOUSSERON, « Un principe de départ : la liberté contractuelle », in *Inventer*, Centre du Droit de l'Entreprise, 2001, p.49 et s., *spéc.* p.55 ; F. TERRÉ, N. MOLFESSIS, *Introduction générale au droit*, *op cit.*, n°569 ; J.-J. LEMOULAND, G. PIETTE, « Ordre public et bonnes mœurs », *op cit.*, n°5 et s. ; Ph. MALAURIE, L. AYNÈS, Ph. STOFFEL-MUNCK, *Droit des obligations*, *op cit.*, n°391. On remarquera toutefois qu'il existe une nette tendance à assimiler les deux notions (V. par ex. P. CATALA, « L'ordre public. Rapport de synthèse », in *Travaux de l'association Henri Capitant*, t.49, 1998, p.1, *spéc.* n°2 ; C. PÉRÈS-DOURDOU, *La règle supplétive*, préf. G. Viney, LGDJ, 2004, n°333 ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°571 bis note 2).

en ce qui les concerne »²⁴⁰⁴. L'expression étonne. Que faut-il comprendre lorsque le Comité affirme ne pas « accepter » les engagements contraires aux principes des offres ? Comment traduire juridiquement cette absence d'acceptation ? Par une reconnaissance implicite du caractère d'ordre public des principes ? Le doute était permis. Souhaitant le dissiper, le Tribunal de commerce de Paris compléta l'affirmation à l'occasion de l'offre déposée sur les titres de la société Perrier²⁴⁰⁵. Alors que le tribunal avait à connaître d'une cession d'actions d'autocontrôle en période d'offre, il jugea celle-ci contraire à la réglementation des offres en ce qu'elle avait eu pour effet de compromettre le libre jeu des offres et des surenchères. Il en prononça en conséquence la nullité en précisant que cette nullité sanctionnait l'atteinte à des règles et principes « d'intérêt général », et qu'elle n'était donc pas susceptible de faire l'objet d'une régularisation *a posteriori*. Si l'affirmation n'est pas explicite, le vocable « intérêt général » laissait entrevoir celui « d'ordre public ».

802. Le pas sera franchi trois années plus tard par la COB lors du contentieux ayant entouré l'offre de la société HFP sur le capital de la société Hubert Industries²⁴⁰⁶. À cette occasion, l'autorité déclara que la réglementation était bien d'ordre public. La décision, qui ne manque pas de se référer à l'article 6 du Code civil, est cette fois dénuée d'ambiguïté. Depuis lors, la jurisprudence s'est attachée à rappeler le caractère d'ordre public du Règlement général²⁴⁰⁷ et, plus largement, de l'ensemble de la réglementation financière qui est « nécessairement et par nature, d'ordre public »²⁴⁰⁸. De la même façon, dans un arrêt du 22 avril 2021, les juges ont estimé que la réglementation des offres, en ce compris ses principes généraux, relevait « d'un ordre public économique de direction »²⁴⁰⁹.

803. Conséquence attachée au caractère d'ordre public des principes. Composants l'ordre public virtuel, les principes limitent la liberté des acteurs et neutralisent les actes qui s'avèrent contraires à leurs prescriptions. Les exemples ne manquent pas. Qu'il s'agisse

²⁴⁰⁴ CSOP, *Communiqué*, 10 juin 1988 ; *Bull. mens. COB* juin 1988, n°215, p.10.

²⁴⁰⁵ TC Paris, 16 mars 1992, *préc.*

²⁴⁰⁶ COB, *Com. Sanct.*, 11 avr. 1995, *préc.*

²⁴⁰⁷ CA Paris, 13 janv. 1998, *préc.*

²⁴⁰⁸ CA Paris, n°2001/14207, 18 mars 2003 ; *Droit Soc.* juin 2003, comm. 113, note Th. Bonneau.

²⁴⁰⁹ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°185. L'appartenance des principes à l'ordre public était déjà reconnue par une large partie de la doctrine avant cet arrêt (A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, *op cit.*, n°1620 ; J.-J. DAIGRE, *Les offres publiques en bourse, Aspect juridique*, *op cit.*, p.22 ; F.-L. SIMON, *Le juge et les autorités du marché boursier*, *op cit.*, n°783 ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°612 ; E. SCHLUMBERGER, *Les contrats préparatoires à l'acquisition de droits sociaux*, av.-propos D. Schmidt, préf. H. Le Nabasque, Dalloz, 2013, n°357 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°95 ; M. BUCHBERGER, « L'ordre public sociétaire », in *Mélanges en l'honneur de Michel Germain*, LexisNexis, 2015, p.181, *spéc.* n°13 ; N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, « OPA OPE : présentation générale », *op cit.*, n°182).

d'infliger une amende administrative²⁴¹⁰, d'enjoindre au dépôt d'une offre²⁴¹¹, de modifier le projet d'offre initial²⁴¹², d'en prononcer l'irrecevabilité²⁴¹³, ou de neutraliser les comportements réalisés durant une offre²⁴¹⁴, les principes ont toujours constitué un rempart entravant la liberté des participants. Parce que l'offre publique est considérée comme la procédure la plus conforme à l'intérêt général pour l'acquisition du contrôle d'une société cotée, les principes qui la régissent s'imposent aux arrangements jugés incompatibles avec le bon déroulement de la procédure.

B. Des principes relevant de l'ordre public économique

804. L'ordre public économique. Aux côtés de l'ordre public traditionnel, qui veille à la défense des piliers fondamentaux de l'ordre social tels que l'État, la famille et l'individu²⁴¹⁵, la majorité des auteurs considèrent qu'existe un autre ordre public, qualifié d'économique, qui assurerait l'organisation optimale des échanges de richesses et de services²⁴¹⁶. Alors que le premier servirait l'idéal humain, l'ordre public économique serait quant à lui au service d'un idéal technique, et garantirait la liberté économique²⁴¹⁷. Cet ordre public, mis en lumière par le doyen Ripert²⁴¹⁸, a depuis fait l'objet d'études importantes²⁴¹⁹. Il est aujourd'hui au cœur de la régulation de l'économie et du marché. C'est sur son fondement que des dispositions impératives attentent à la liberté individuelle, car c'est de son respect que dépend le bon fonctionnement du marché²⁴²⁰.

Depuis son appréhension en doctrine, le champ de l'ordre public économique semble n'avoir jamais cessé de croître. En effet, l'élection du modèle économique néolibéral en

²⁴¹⁰ COB, Com. Sanct., 15 avr. 1995, *préc.* ; CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*

²⁴¹¹ TGI Paris, 5 août 1994, *préc.* ; CA Paris, 18 sept. 1995, *préc.*

²⁴¹² AMF, déc. n°210C0556, 22 juin 2010, *préc.* ; AMF, déc. n°212C1363, 16 oct. 2012, *préc.*

²⁴¹³ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.* ; CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *préc.* ; CA Paris, 3 mai 2001, *préc.* ; AMF, déc. n°207C1202, 26 juin 2007, *préc.* ; CA Paris, n°07/11675, 2 avr. 2008, *préc.* ; AMF, déc. n°215C0390, 2 avr. 2015, *préc.*

²⁴¹⁴ TC Paris, 23 févr. 1988, *préc.* ; TC Paris, 16 mars 1992, *préc.*

²⁴¹⁵ F. TERRÉ, Ph. SIMLER, Y. LEQUETTE, F. CHÉNEDÉ, *Droit civil, les obligations, op cit.*, n°489 et s.

²⁴¹⁶ A. GOUÉZEL, « Ordre public et bonnes mœurs en droit des contrats », *Jur. class. civ.*, LexisNexis, 2023, n°28.

²⁴¹⁷ R. SAVATIER, « L'ordre public économique », *préc.*, p.7.

²⁴¹⁸ G. RIPERT, « L'ordre économique et la liberté contractuelle », in *Mélanges en l'honneur de François Gény*, t.2, 1934, p.374. On notera toutefois que l'auteur n'a jamais directement employé l'expression d'ordre public économique (Sur ce point v. Ph. MALAURIE, « Rapport de synthèse », in *L'Ordre public à la fin du XXème siècle*, (dir.) Th. Revet, Dalloz, 1996, p.105 et s., *spéc.* p.109).

²⁴¹⁹ V. not. G. FARJAT, *L'ordre public économique*, préf. B. Goldman, LGDJ, 1963 ; R. SAVATIER, « L'ordre public économique », *préc.* ; J. MESTRE, « L'ordre public dans les relations économiques », in *L'ordre public à la fin du XXe siècle, op cit.*, p.33.

²⁴²⁰ M.-A. FRISON-ROCHE, « Les différentes natures de l'ordre public économique », *APD* 2015, p.105 et s., *spéc.* p.110 ; Th. PEZ, « L'ordre public économique », *Nouv. Cah. Conseil Constitutionnel* oct. 2015, p.44, *spéc.* n°1.

concept dominant et la nécessité de garantir la libre concurrence ont impliqué un encadrement toujours plus important des activités économiques²⁴²¹. De nombreuses ramifications de l'ordre public se sont développées : outre l'ordre public économique de direction et celui de protection²⁴²², on distingue désormais l'ordre public sociétaire²⁴²³, bancaire²⁴²⁴ et financier²⁴²⁵.

805. L'appartenance des principes des offres à l'ordre public économique. Jusqu'à une époque récente, la question de l'appartenance des principes généraux des offres à l'ordre public économique n'apparaissait pas tranchée. Deux visions s'opposaient.

Pour un premier courant de pensée, l'ordre public économique se réduirait à un ordre concurrentiel assurant la protection et la promotion du bon fonctionnement du marché²⁴²⁶. Dès lors, seul le libre jeu des offres pourrait être érigé au rang de principe d'ordre public économique. Les autres principes se verraient quant à eux exclus de la qualification.

À l'opposé, une autre doctrine considère que l'ordre public économique ne se résume pas au seul ordre concurrentiel. Si le respect de la liberté de la concurrence demeure l'objectif principal, de nombreux autres, étrangers à la concurrence, s'y agrègeraient²⁴²⁷. À suivre ce raisonnement, rien ne s'opposerait à ce que l'ensemble des principes des offres fasse partie de l'ordre public économique. C'est en ce sens que se prononçaient plusieurs auteurs, qui considéraient que les principes généraux des offres appartenaient bien à l'ordre public

²⁴²¹ F. RIEM, « Introduction », in *Droits fondamentaux, ordre public et libertés économiques*, (dir.) F. Collart-Dutilleul et F. Riem, Fondation Varenne, 2013, p.13 et s., *spéc.* p.20.

²⁴²² Sur cette distinction v. *infra* n°827 et n°828.

²⁴²³ M. BUCHBERGER, « L'ordre public sociétaire », *op cit.* ; S. FARGES, *L'ordre public sociétaire*, préf. A. Constantin, Dalloz, 2022.

²⁴²⁴ J.-F. KOVAR, « L'ordre public bancaire et financier » in *L'ordre public économique*, (dir.) A. Laget-Annamayer, LGDJ, 2018, p.323.

²⁴²⁵ J. MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, *op cit.* ; « L'ordre public financier de 2000 à 2017 : Quelle évolution ? », in *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, Joly, 2017, p.703.

²⁴²⁶ G. MARCOU, « L'ordre public économique aujourd'hui. Un essai de redéfinition », in *Annales de la régulation*, (dir.) T. Revet et L. Vidal, IRJS, 2009, p.79 et s., *spéc.* p.89 à p.91 ; G. MARCOU, « L'apparition du droit du marché et l'ordre public économique », *op cit.*, p.7 ; C. VAUTROT-SCHWARZ, « L'ordre public économique », in *L'ordre public*, (dir.) Ch.-A. Dubreuil, Cujas, 2011, p.187 et s., *spéc.* p.195.

²⁴²⁷ Ph. MALAURIE, « Rapport de synthèse », in *L'Ordre public à la fin du XXème siècle*, *op cit.*, p.109 ; F. TERRÉ, Ph. SIMLER, Y. LEQUETTE, F. CHÉNEDÉ, *Droit civil, les obligations*, *op cit.*, n°496 note 2 ; Th. PEZ, « L'ordre public économique », *préc.*, n°18-19 ; P. IDOUX, « L'influence des aspects non économiques dans l'ordre public économique », in *L'ordre public économique*, *op cit.*, p.349 et s., *spéc.* p.351 et s. ; P. REIS, « Ordre public économique et pouvoirs privés économiques : le droit de la concurrence au cœur de l'ordre public économique », *RIDE* 2019/1, p.11 et s., *spéc.* p.12 ; W. CHAIEHLOUDJ, « L'ordre public économique », in *Le droit économique au XXIème siècle, notions et enjeux*, (dir.) J.-B. Racine, LGDJ, 2020, p.527 et s., *spéc.* p.530 et p.545-546.

économique²⁴²⁸, et plus spécialement, à l'ordre public financier²⁴²⁹ ou sociétaire²⁴³⁰. C'est cette analyse qui a été consacrée par le juge. Dans son arrêt du 22 avril 2021²⁴³¹, la Cour d'appel de Paris a ainsi affirmé le caractère d'ordre public économique des principes généraux, confirmant ainsi la tendance de la jurisprudence à retenir une conception large de cet ordre public²⁴³².

Leur caractère d'ordre public établi, il reste maintenant à en analyser les répercussions sur le contrôle opéré pour vérifier le respect des principes généraux.

§2. Le contrôle du respect des principes généraux

806. Annonce. Le fait que les principes se rattachent à l'ordre public virtuel, et plus spécialement à l'ordre public économique, n'est pas sans conséquence sur le terrain des critères de contrôle retenus pour en assurer le respect. Pour en rendre compte, il convient de présenter les critères au prisme desquels la jurisprudence vérifie la conformité des actes aux principes des offres (**I**), avant de se livrer à une appréciation critique des critères choisis (**II**).

I. La détermination des critères de contrôle

807. Annonce. Opérant un contrôle plus serré qu'en droit des contrats, les autorités financières recourent à deux critères alternatifs pour examiner la conformité des actes aux principes généraux des offres : ils s'assurent que les actes réalisés n'ont pas pour objet (**A**) ou pour effet (**B**) de contrarier le respect des principes.

²⁴²⁸ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°94-95.

²⁴²⁹ Madame Juliette Méadel envisage le principe d'égalité comme un pilier de l'ordre public financier (J. MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, *op cit.*, p.83 et s.). Dans sa thèse de doctorat, Madame Anne-Catherine Muller considère que le libre jeu des offres fait partie de l'ordre public financier (A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°579 et s.)

²⁴³⁰ M. BUCHBERGER, « L'ordre public sociétaire », *op cit.*, n°13.

²⁴³¹ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, §185.

²⁴³² À l'occasion d'un arrêt rendu en 1998, la Cour d'appel de Paris avait déjà affirmé que l'ensemble des dispositions du Règlement général du Conseil des marchés financiers participaient de « l'ordre public économique » (CA Paris, 13 janv. 1998, *préc.*). De même, dans une décision du 17 mars 2005 (AMF, Com. Sanct., SAN 2005-07, 17 mars 2005, *Banque X*), la Commission des sanctions qualifia de « trouble à l'ordre public économique » les dysfonctionnements causés par « l'absence d'un système de comptabilisation des opérations sur titres en partie double », confirmant ainsi que cet ordre public ne se résumait pas à la seule préservation d'un ordre concurrentiel (En ce sens v. Th. PEZ, « L'ordre public économique », *préc.*, n°20).

A. Le critère de l'objet de l'acte

808. Le silence du Règlement général. L'article 231-3 du RG AMF dispose sobrement que toutes les personnes concernées par une offre « doivent respecter » les principes qui régissent son déroulement. Le texte n'indique nullement les critères de contrôle mobilisés par les autorités financières pour vérifier le respect des principes. Faute de précision supplémentaire, il faut prendre appui sur le droit commun des contrats pour débiter la réflexion.

809. Les critères mobilisés en droit des contrats. Sous l'empire du Code civil de 1804, le contrôle de la conformité du contrat aux dispositions d'ordre public était assuré par le biais de deux notions : celles d'objet et de cause. À la suite de l'ordonnance du 10 février 2016, les critères ont évolué. L'article 1162 du Code civil dispose désormais que « Le contrat ne peut déroger à l'ordre public ni par ses stipulations, ni par son but, que ce dernier ait été connu ou non par toutes les parties ». Mais si les mots ont changé, l'idée est restée la même. Lorsqu'il est amené à examiner les « stipulations » ou le « but » du contrat, le juge contrôle toujours sa licéité en se penchant sur l'objet du contrat et la finalité poursuivie par les parties.

Le critère de l'objet n'appelle pas de plus amples développements. Il renvoie aussi bien aux clauses du contrat qu'à l'opération qu'il prévoit. À l'inverse, le critère du but nécessite d'être précisé. Ce critère permet d'annuler un contrat dont les stipulations ne créent aucun trouble à l'ordre public mais qui, en raison du but poursuivi par l'une des parties, vise à réaliser une opération illicite. La conformité d'une convention à l'ordre public par le biais de son but s'apprécie donc au regard des effets souhaités par les parties. Le contrat se suffisant à lui-même, le juge n'a pas à l'apprécier en fonction des résultats qu'il produit, mais seulement au regard de son processus de conclusion²⁴³³. Afin d'assurer un certain équilibre entre la sécurité contractuelle et le respect de l'ordre public, la jurisprudence estime cependant qu'un motif illicite ne peut être retenu comme cause de nullité que s'il s'est avéré déterminant, autrement dit s'il a constitué, au moment de la conclusion de l'acte, la cause impulsive et principale de l'opération envisagée²⁴³⁴.

810. Le critère de l'objet dégagé en droit des offres. Si les dispositions du Règlement général ne sont pas d'une grande aide, les décisions et déclarations des autorités financières apportent des précisions quant aux critères choisis pour assurer le respect des principes généraux. À l'occasion de l'offre déposée en 1988 sur les titres de la société Holophone, le

²⁴³³ B. OPPETIT, « Droit et économie », *APD* 1992, p.17 et s., *spéc.* p.25.

²⁴³⁴ F. TERRÉ, Ph. SIMLER, Y. LEQUETTE, F. CHÉNEDÉ, *Les obligations, op cit.*, n°526.

Comité de surveillance des offres a ainsi souligné que l'ensemble des engagements ayant « pour objet ou pour effet de porter atteinte directement ou de façon détournée à ces principes ne sauraient être acceptés par les autorités boursières »²⁴³⁵. Les autorités ont donc très tôt retenu le critère de l'objet, également utilisé en droit des contrats et droits des pratiques anticoncurrentielles, pour apprécier la conformité des actes aux principes des offres.

811. Comparaison du critère de l'objet avec celui retenu en droit de la concurrence.

Le critère de l'objet auquel il est fait référence en droit des offres n'est pas assimilable à celui mobilisé en droit des contrats. Pour le comprendre, un parallèle avec le droit des pratiques anticoncurrentielles doit être opéré.

Le droit de la concurrence, qui partage de nombreux traits avec le droit financier du fait de leur vocation commune à garantir le bon fonctionnement d'un marché²⁴³⁶, retient des critères de contrôle proches de ceux du droit des offres. L'article L.420-1 du Code de commerce prohibe ainsi les actions concertées, conventions, ententes expresses ou tacites ou coalitions qui « ont pour objet ou peuvent avoir pour effet d'empêcher, de restreindre ou de fausser le jeu de la concurrence sur un marché ». De la même manière, l'article 101 du TFUE déclare incompatible avec le marché intérieur les accords, décisions et pratiques concertées « qui ont pour objet ou pour effet d'empêcher, de restreindre ou de fausser le jeu de la concurrence à l'intérieur du marché intérieur ». Si c'est bien la notion d'objet qui ressort de ces textes, elle ne saurait être interprétée de la même façon qu'en droit des contrats. En matière anticoncurrentielle, le mot « objet » correspond en réalité au concept « d'objectif ». L'objet, au sens du droit de la concurrence, se définit non par le contenu de l'acte, mais par le but recherché par cet acte²⁴³⁷. Pour apprécier la conformité d'un accord au droit des pratiques anticoncurrentielles par le prisme de l'objet, la jurisprudence recherche ainsi la finalité poursuivie par l'acte examiné.

En droit de la concurrence, le critère de l'objet se rapproche donc de ceux de but et de cause subjective. Les notions ne sauraient toutefois être confondues. En effet, si la notion d'objet concurrentiel se rattache à l'intention des parties, il s'agit ici d'une conception objective de l'intention²⁴³⁸. Le droit de la concurrence s'est inspiré du concept civiliste de « cause », mais l'a doté d'une portée objective, détachée de l'exigence du motif

²⁴³⁵ CSOP, *Communiqué*, 10 juin 1988, *préc.*

²⁴³⁶ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°616.

²⁴³⁷ L. VOGEL, *Droit européen des affaires*, 2^e éd., Dalloz, 2019, n°551.

²⁴³⁸ E. CLAUDEL, *Ententes anti-concurrentielles et droit des contrats*, (dir.) M.-C. Boutard-Labarde, Paris 10, 1994, n°31.

déterminant²⁴³⁹. Déterminer l'objet anticoncurrentiel d'un accord n'implique donc pas d'identifier quel contractant a pu prendre l'initiative d'insérer telle ou telle clause, ou de vérifier si les parties ont eu une intention commune au moment de la conclusion de l'acte²⁴⁴⁰. Il revient seulement aux autorités « d'examiner les buts poursuivis par l'accord en tant que tel, à la lumière du contexte économique dans lequel l'accord doit être appliqué »²⁴⁴¹. Partant, la preuve de l'intention des parties ne constitue pas une condition nécessaire à la caractérisation d'une restriction de concurrence par l'objet²⁴⁴².

812. La mise en œuvre du critère de l'objet en droit des offres. Les remarques qui précèdent sont transposables au droit des offres. En retenant l'objet d'un acte comme critère de contrôle de sa conformité aux principes des offres, les autorités financières ont évincé l'analyse traditionnelle du droit des contrats au profit de la conception objective retenue en droit de la concurrence. Le contentieux ayant entouré l'offre de la société HFP sur les titres de la société Hubert Industries permet de l'illustrer. En l'espèce, HFP déposa un projet de garantie de cours libellé au prix de 97,55 francs par action et adressa, parallèlement à son offre, un courrier à destination de 47 actionnaires de la société cible. Cette lettre, qui visait à faire échouer l'offre en cours, mettait en avant les risques de son échec et proposait explicitement aux actionnaires de ne pas apporter leurs titres à l'offre en contrepartie du versement d'une indemnité égale à 45 francs par action. Appelée à statuer sur ces agissements, la COB condamna HFP à une sanction pécuniaire de 250 000 francs²⁴⁴³. Pour prononcer cette condamnation, l'autorité financière ne rechercha pas l'intention poursuivie par l'auteur des lettres, ni si la proposition contenue dans ces lettres avait été mise à exécution. Le seul objet de ces lettres, qui avaient pour but de faire échec à l'offre, a suffi à caractériser le manquement à la réglementation des offres et au principe de loyauté²⁴⁴⁴. En basant sa sanction sur la finalité de l'acte indépendamment de la volonté de son auteur, l'autorité opta pour une conception objective de l'objet identique à celle retenue en droit de la concurrence.

²⁴³⁹ F. DREIFFUS-NETTER, « Droit de la concurrence et droit commun des obligations », *RTD Civ.* 1990, p.369 et s., *spéc.* p.374-375.

²⁴⁴⁰ CJCE, C-29/83 et C-30/83, 28 mars 1984, *Compagnie royale asturienne des mines SA et Rheinzink GmbH*.

²⁴⁴¹ CJUE, C-29/83 et C-30/83, 28 mars 1984, *préc.*, n°26.

²⁴⁴² TUE, T-588/08, 14 mars 2013, *Dole Food* ; CJUE, C-32/11, 14 mars 2013, *Allianz Hungaria*.

²⁴⁴³ COB, Com. Sanct., 11 avr. 1995, *préc.*

²⁴⁴⁴ V. *supra* n°613.

B. Le critère de l'effet de l'acte

813. Le critère de l'effet dégagé en droit des offres. À l'occasion de l'offre sur les titres de la société Holophane, le Comité de surveillance des offres affirma qu'à l'image des actes ayant pour objet de contrarier les principes des offres, ceux ayant « pour effet de porter atteinte directement ou de façon détournée à ces principes ne sauraient être acceptés »²⁴⁴⁵. Contrairement à la notion d'objet, absente des textes, la référence au critère de l'effet se retrouve au sein du Règlement général. L'article 231-7 du RG AMF dispose ainsi qu'en période d'offre, l'initiateur et la société visée s'assurent que leurs actes, « n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées ».

814. Comparaison du critère de l'effet avec celui retenu en droit de la concurrence. Pour préciser la mise en œuvre de ce critère, il apparaît une nouvelle fois nécessaire de se référer au droit de la concurrence, qui a également recours au critère de l'effet²⁴⁴⁶. Délicate à cerner, la notion d'effet ne renvoie pas à la production d'un lien obligatoire, mais aux conséquences concrètes d'un acte. Alors qu'en droit des contrats le juge n'a pas à considérer les éléments étrangers à la volonté des contractants et ne s'intéresse qu'aux conséquences initialement voulues par les parties, le contrôle par l'effet permet au contraire d'appréhender les résultats finalement produits par l'acte examiné. Le droit de la concurrence peut donc neutraliser un accord parfaitement licite à l'origine, mais qui viendrait par la suite à produire des effets anticoncurrentiels. La jurisprudence considère ainsi qu'il y a restriction concurrentielle par l'effet dès lors qu'un acte produit ou est susceptible de produire des effets négatifs sur la concurrence, et ce bien que les parties ne l'aient ni voulu, ni prévu²⁴⁴⁷.

815. La mise en œuvre du critère de l'effet en droit des offres. Dans le contexte d'une offre, les autorités apprécient également les conséquences concrètes des actes. Par le biais du critère de l'effet et dès la fin des années 1980, la jurisprudence est ainsi parvenue à neutraliser des conventions qui, sans avoir un objet contraire aux principes, avaient pour effet de perturber le déroulement loyal des offres²⁴⁴⁸ ou de compromettre le libre jeu des offres et des surenchères²⁴⁴⁹.

²⁴⁴⁵ CSOP, *Communiqué* 10 juin 1988, *préc.*

²⁴⁴⁶ Art. L.420-1 Code com. ; art. 101 TFUE.

²⁴⁴⁷ L. VOGEL, *Droit européen des affaires*, *op cit.*, n°656.

²⁴⁴⁸ CA Paris, 18 mars 1988, *préc.* : « [...] la mesure conservatoire ordonnée est la seule de nature à neutraliser les effets de cette opération qui perturbe le déroulement loyal des offres en cours et fausse le décompte des titres à acquérir pour apprécier la réussite des offres ».

²⁴⁴⁹ TC Paris, 16 mars 1992, *préc.* : « [...] cette cession a pour effet de compromettre le libre jeu des offres et des surenchères, elle est donc prohibée au même titre qu'un accroissement d'autocontrôle dès lors qu'elle aurait les mêmes conséquences ».

816. L'arrêt OCP précise la mise en œuvre du critère de l'effet. En l'espèce, le montage contractuel litigieux n'avait pas pour objet de contrarier directement les principes régissant les offres. Les conventions dont il était question, conclues la veille de l'offre, avaient seulement pour effet de permettre à l'initiateur, en cas de réussite de son offre, de contrôler effectivement l'activité opérationnelle du groupe OCP. L'arrêt remarque d'ailleurs qu'au moment de leur conclusion, les contrats conclus n'avaient pas pour but de contrarier la réglementation des offres, mais de choisir le projet le plus conforme à l'intérêt social de leur société²⁴⁵⁰. Le montage contractuel fut pourtant déclaré contraire à la réglementation des offres en ce qu'il avait « pour effet d'interdire le libre jeu des offres et des surenchères pendant le déroulement de l'offre publique initiée par la société »²⁴⁵¹. Le contrôle de l'effet des actes permet ainsi de compléter celui de l'objet et d'opérer une vérification plus complète de la conformité des actes aux principes généraux des offres. Cette solution, adjointe aux autres décisions ayant mobilisé le même critère, permet de dégager trois caractéristiques du contrôle par le prisme de l'effet. Ce contrôle est objectif, repose sur des éléments postérieurs à la formation de l'acte, et appréhende les effets réels comme potentiels des actes en cause.

817. Un contrôle objectif. Le contrôle de l'effet des actes est objectif en ce qu'il repose sur des éléments extérieurs à la volonté des parties²⁴⁵². Dès lors que l'effet de l'acte contrarie la teneur des principes généraux, l'intention des parties n'a pas à être prise en compte : seul importe le résultat concret des agissements en cause. Le droit des offres se range ainsi du côté des « législations réalistes »²⁴⁵³ qui s'écartent de la volonté des parties pour n'en retenir que les conséquences. Contrairement au droit des contrats qui retient une approche subjective dans l'appréciation du but des conventions, le droit des offres raisonne lui à partir d'éléments extrinsèques détachés de l'intention des parties²⁴⁵⁴.

818. Un contrôle des éléments postérieurs à la formation des actes. Le contrôle de l'effet repose également sur des éléments postérieurs à la conclusion de l'acte en cause. Via le critère de l'effet, le contrôle ne porte pas sur le processus de formation de l'acte ou sur ses éléments essentiels, mais sur les conséquences qui découlent de son existence ou de son

²⁴⁵⁰ V. *supra* n°552.

²⁴⁵¹ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

²⁴⁵² N. RONTCHEVSKY, *L'effet de l'obligation*, préf. A. Ghozi, Economica, 1998, n°630 et s., A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°619.

²⁴⁵³ L. AYNÈS, « Crise économique et rapports de droit privé », in *Droit de la crise : crise du droit ? les incidences de la crise économique sur l'évolution du système juridique*, Cinquièmes journées René Savatier, PUF, 1997, p.57 et s., *spéc.* p.69.

²⁴⁵⁴ Pour une même analyse en droit de la concurrence v. S. DORMONT, « Le contrat à l'épreuve du marché », in *Droit et marché*, *op cit.*, p.109 et s., *spéc.* p.117.

exécution²⁴⁵⁵. Le critère de l'effet permet une projection dans l'avenir des actes contrôlés²⁴⁵⁶. Les autorités financières sont donc libres de contrôler les résultats produits par un acte bien après le moment de sa conclusion. Il importe dès lors de distinguer la question de la validité des actes de celle de leurs effets sur l'offre publique²⁴⁵⁷.

819. Un contrôle des effets réels comme potentiels. Enfin, le critère de l'effet autorise non seulement à appréhender les répercussions réelles des actes examinés, mais permet aussi d'en saisir les conséquences potentielles. À l'occasion de l'offre initiée sur les titres OCP, la cour d'appel déclara contraire au principe de libre jeu un ensemble contractuel qui, au moment où elle statuait, n'avait pas pour effet immédiat de contredire la liberté des offres. Pour que le montage litigieux soit réellement contraire au principe de libre jeu, de nombreuses conditions devaient encore être remplies. Or, lorsque la cour d'appel se prononça, aucune de ces conditions ne se trouvait satisfaite²⁴⁵⁸. Cela n'empêcha pas les magistrats de déclarer l'offre irrecevable en considérant que la simple éventualité que ces conditions puissent être réunies suffisait à caractériser l'atteinte au principe de libre compétition. En d'autres termes, la cour d'appel considéra que le fait qu'un acte puisse potentiellement avoir un effet contraire au libre jeu des offres constituait un fondement suffisant pour caractériser une atteinte à ce principe. Cette précision n'est d'ailleurs pas propre à l'exigence de libre compétition. À l'occasion du contentieux ayant entouré l'offre de retrait sur la société CEDP, les autorités déclarèrent irrecevable le projet déposé par l'initiateur au prétexte qu'il « pouvait » avoir pour effet de contrarier le principe d'égalité²⁴⁵⁹. De la même manière, lorsque l'AMF prononça l'irrecevabilité du projet d'offre déposée par Sacyr sur les actions Eiffage au motif que l'initiateur n'avait pas déclaré agir de concert avec au moins six autres actionnaires, elle releva que les agissements constatés étaient « susceptibles » de porter atteinte à la loyauté des offres²⁴⁶⁰. C'est reconnaître que le contrôle opéré ne se limite pas aux seuls effets produits par les actes examinés. Il tient aussi compte des effets qui n'existent qu'en puissance²⁴⁶¹.

²⁴⁵⁵ N. RONTCHEVSKY, *L'effet de l'obligation*, *op cit.*, n°662.

²⁴⁵⁶ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°621.

²⁴⁵⁷ Pour un auteur opérant déjà cette distinction au début des années 1990 v. P. Le CANNU, « Liberté de concurrence... en matière d'offres publiques », *préc.*, p.406.

²⁴⁵⁸ V. *supra* n°553.

²⁴⁵⁹ CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *préc.*

²⁴⁶⁰ AMF, déc. n°207C1202, 26 juin 2007, *préc.*

²⁴⁶¹ Cette sensibilité particulière du critère de l'effet n'est d'ailleurs pas propre au droit des offres. Elle se retrouve en droit de la concurrence (N. PETIT, *Droit européen de la concurrence*, 3^e éd., LGDJ, 2020, n°743 et s.).

II. L'appréciation critique des critères de contrôle

820. Appréciation critique des critères de l'objet et de l'effet. Les critères retenus pour contrôler le respect des principes ayant pu faire l'objet de critiques, il convient de présenter ces critiques avant d'entreprendre d'y répondre.

821. Des critères sources d'insécurité juridique. En raison de leur caractère objectif, les critères retenus permettent d'opérer un examen poussé des actes réalisés en considération d'une offre publique. Loin de s'arrêter à la vérification de la nature de l'engagement ou du but initialement poursuivi, la combinaison des critères objet/effet tels qu'interprétés par les autorités financières assure une appréhension extrêmement large des actes examinés et de leurs conséquences. Mais si la qualité première de ces critères est leur élasticité, elle constitue également un inconvénient majeur. Un auteur a ainsi souligné le risque important d'insécurité juridique dont était porteur le critère de l'effet²⁴⁶². Cette insécurité aurait une triple cause.

Elle serait d'abord due au caractère objectif des critères retenus. Le contrôle par le prisme de l'effet de l'acte n'intègre pas l'intention des parties. Le contrôle s'avérerait donc largement imprévisible pour les acteurs concernés, ces derniers n'étant pas à même de se prévaloir de leur bonne foi pour préserver l'efficacité des actes qu'ils concluent²⁴⁶³.

Ce serait ensuite la relativité des critères retenus qui serait source d'insécurité²⁴⁶⁴. Les décisions rapportées montrent que le contrôle porte moins sur l'acte abstraitement envisagé au jour de sa conclusion que sur le résultat qu'il produit. Le contrôle peut alors aboutir à neutraliser des actes irréprochables au moment de leur formation, mais qui se révéleraient ensuite contraires aux principes régissant les offres. Par conséquent, ce n'est « que de manière ponctuelle, au moment où la convention viendra à être exécutée, que les contractants seront en mesure de savoir si leur engagement ne heurte pas une règle boursière impérative »²⁴⁶⁵. En cela, le critère de l'effet placerait les parties dans l'impossibilité d'anticiper le résultat du contrôle. Les opérateurs ne pourraient jamais être certains que leurs actes sont conformes à la réglementation des offres.

À ces deux premières causes s'en ajouterait enfin une troisième, propre à l'incertitude entourant le contenu de l'ordre public financier. À suivre cet argument, il existerait une

²⁴⁶² A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats, op cit.*, n°631 et s.

²⁴⁶³ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats, op cit.*, n°631.

²⁴⁶⁴ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats, op cit.*, n°634.

²⁴⁶⁵ *Ibid.*

grande inconnue quant au contenu de la norme à respecter, ce qui entraînerait une appréciation au cas par cas source d'arbitraire²⁴⁶⁶.

822. Une insécurité juridique relative. Ces observations ne nous semblent pas suffisantes pour motiver l'abandon des critères actuellement retenus pour garantir le respect des principes. En effet, l'insécurité juridique dénoncée n'est pas aussi importante qu'il y paraît. Bien que le contrôle opéré en droit des offres soit moins prévisible que celui réalisé en droit des contrats, l'examen de la pratique décisionnelle révèle que les critères de l'objet et de l'effet ne sont pas si éloignés de ceux retenus par le juge lorsqu'il est appelé à apprécier la conformité d'un contrat à l'ordre public.

S'agissant du critère de l'objet, qui permet d'appréhender la finalité de l'acte tout en se détachant de l'intention des parties, il ne semble pas, dans les faits, si différent du contrôle opéré hier sous l'angle de la cause subjective et aujourd'hui via le concept de but. En principe, le contrôle par le biais de la cause ou du but repose sur la prise en compte de l'intention des parties et du motif déterminant, puisque seul celui-ci est normalement à même de fonder la nullité de l'acte. Si la finalité illicite n'est qu'accessoire, l'acte devrait donc, théoriquement, rester valable²⁴⁶⁷. En pratique cependant, l'appréciation de la motivation des parties et de son caractère déterminant laisse souvent place à une grande part de verbalisme²⁴⁶⁸. De fait, lorsque le juge découvre entre les lignes qu'un contractant est motivé par des fins illégales, il aura tendance à qualifier de « déterminant » le motif illicite, alors même que rien ne démontrerait qu'il aurait été plus décisif que les autres²⁴⁶⁹. De plus, il arrive que le juge du contrat apprécie le caractère illicite d'une opération contractuelle à l'aune de son résultat, quitte à reconstruire rétrospectivement l'intention des parties²⁴⁷⁰. Dans sa mise en œuvre, le contrôle opéré en droit commun n'est donc pas si éloigné de celui qui a cours en droit des offres via le critère de l'objet.

Quant au contrôle par le prisme de l'effet de l'acte, il semble aussi se retrouver partiellement en droit commun, en ce que les juridictions prennent aujourd'hui en compte l'environnement dans lequel le contrat évolue. Traditionnellement considéré en lui-même, abstraction faite du contexte dans lequel il s'inscrit, le contrat est désormais examiné à l'aune

²⁴⁶⁶ *Ibid.*

²⁴⁶⁷ V. *supra* n°809.

²⁴⁶⁸ M. DÉFOSSEZ, « Réflexions sur l'emploi des motifs comme cause de l'obligation », *RTD Civ.* 1985, p.521, *spéc.* n°23 ; J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Les obligations, L'acte juridique*, 16^e éd., Sirey, 2014, n°268.

²⁴⁶⁹ F. TERRÉ, Ph. SIMLER, Y. LEQUETTE, F. CHÉNEDÉ, *Les obligations, op cit.*, n°526.

²⁴⁷⁰ J. ROCHFELD, « Cause – Licéité ou moralité de la cause », *Rép. civ.*, Dalloz, 2022, n°141.

des circonstances qui l'entourent et des effets qu'il produit²⁴⁷¹. En conséquence, la différence entre le droit des offres et le droit des contrats s'estompe quelque peu²⁴⁷². En outre, il semble excessif de penser que les acteurs sont réellement pris au dépourvu lorsque les autorités s'intéressent aux conséquences des actes qu'ils réalisent en période d'offre. Les initiateurs d'une offre et les sociétés visées ont indéniablement une certaine connaissance du milieu dans lequel ils évoluent. Initiés, ils savent qu'ils opèrent sur un marché dont le fonctionnement dépend de règles spécifiques auxquelles ils doivent se plier, aussi bien au jour où ils concluent leurs actes, qu'au moment de leur exécution²⁴⁷³. Au demeurant, la pratique décisionnelle de l'AMF semble aujourd'hui suffisamment développée pour permettre aux opérateurs d'anticiper avec une précision suffisante les conséquences des opérations qu'ils réalisent.

Enfin, s'agissant de l'incertitude qui entoure les contours exacts de l'ordre public financier, la critique n'apparaît pas non plus dirimante. En effet, cette incertitude existe autant en droit commun qu'en droit financier. Il n'existe, en la matière, aucune spécificité. Partout, l'ordre public est plus virtuel que textuel²⁴⁷⁴. Son contenu résulte moins de la lettre de la loi que de la clairvoyance du juge. On ne saurait donc tirer du flou entourant la teneur de l'ordre public financier un motif suffisant pour renoncer aux critères de contrôle retenus en droit des offres. Au demeurant, il peut apparaître partisan d'opposer la prévisibilité du Code civil au flou entourant la réglementation financière²⁴⁷⁵. Contrairement au droit des contrats, la réglementation des offres ne bénéficie pas du bienfait de trois siècles de réflexion doctrinale consacrés à son étude.

823. Une insécurité juridique nécessaire. L'insécurité qui résulte de la mise en œuvre des critères de l'objet et de l'effet de l'acte doit donc être relativisée. En outre, cette insécurité constitue un faible tribut en comparaison des avantages qui découlent du contrôle opéré par les autorités financières. Comme le droit de la concurrence, la réglementation des offres est

²⁴⁷¹ C. THIBIERGE, « Libres propos sur la transformation du droit des contrats », *RTD Civ.* 1997, p.357, *spéc.* n°9. V. égal. N. DECOOPMAN, « Droit du marché et droit des obligations », in *Le renouvellement des sources du droit des obligations*, Journées nationales de l'Association Henri Capitant, LGDJ, 1997, p.141 et s., *spéc.* p.149 et s. où l'auteur met en lumière la convergence du droit du marché et du droit civil en ce que la jurisprudence civile retient régulièrement une analyse objective des comportements qu'elle a à connaître.

²⁴⁷² Une opposition demeure néanmoins. Contrairement au juge du contrat, les autorités financières s'autorisent à contrôler les effets qu'un acte est seulement susceptible de produire. Mais là encore, la différence semble marginale, tant les cas de contrôle de la seule potentialité des actes sont rares et restent enfermés dans des limites raisonnables, les autorités exigeant un degré de probabilité suffisant (Sur ce concept de probabilité suffisante et pour un parallèle en droit de la concurrence, v. N. PETIT, *Droit européen de la concurrence*, *op cit.*, n°752).

²⁴⁷³ Dans le même sens v. Y. GUYON, « Droit du marché et droit commun des obligations. Rapport de synthèse » *RTD Com.* 1998, p.121, *spéc.* n°10.

²⁴⁷⁴ J.-J. LEMOULAND, G. PIETTE, « Ordre public et bonnes mœurs », *op cit.*, n°30.

²⁴⁷⁵ Dans le même sens, opposant les dispositions « de droit pur » à celles du droit de la concurrence v. E. CLAUDEL, *Ententes anti-concurrentielles et droit des contrats*, *op cit.*, n°5.

en charge d'un *optimum* économique. Contrôler le respect des principes généraux qui régissent cette réglementation ne peut donc consister à simplement vérifier les conséquences souhaitées par les acteurs. Le bon fonctionnement du marché appelle au contraire un instrument de contrôle objectif, qui s'intéresse moins à la volonté qu'aux comportements²⁴⁷⁶, et qui se concentre sur les conséquences économiques des actes plus que sur les actes eux-mêmes²⁴⁷⁷. C'est justement ce qu'autorisent les critères de contrôle retenus. Déchargés de tout élément intentionnel, ils permettent au droit de se rapprocher de la réalité économique²⁴⁷⁸. Malgré le trouble à la sécurité juridique que ces critères sont susceptibles de causer, ils constituent dès lors les seuls instruments à même de garantir l'intégrité de la réglementation des offres. Ce faisant, l'atteinte résiduelle à la prévisibilité du droit que le contrôle exercé est susceptible de causer constitue un coût relativement faible au regard des avantages qu'il procure. Ces raisons commandent de ne pas abandonner les critères de contrôle par l'objet et l'effet des actes.

§3. La faculté de renoncer au bénéfice des principes généraux

824. Les enjeux relatifs à la faculté de renoncer au bénéfice des principes. La valeur juridique des principes généraux des offres précisée et les critères permettant d'en assurer le contrôle dégagés, l'étude de l'impérativité des principes implique désormais de se pencher sur l'éventuelle faculté, pour un acteur, de renoncer au bénéfice des principes et aux droits qui en découlent. De prime abord, l'interrogation paraît curieuse. On peut en effet se demander quel intérêt l'actionnaire d'une société visée par une offre aurait à renoncer à l'égalité de traitement, ou quelle raison pourrait mener une société cible à accepter qu'un initiateur se comporte de façon déloyale. La question de la renonciation au jeu des principes n'est pourtant pas sans intérêt. L'étude permettra d'abord d'approfondir les espaces de liberté dont disposent les opérateurs face à des dispositions d'ordre public. Elle apportera ensuite d'utiles renseignements à la pratique. Pour ne prendre qu'un exemple, admettre qu'un actionnaire dont les titres sont visés par une offre puisse renoncer au bénéfice de l'égalité de traitement faciliterait les opérations de rapprochement, en diminuant leur coût pour les initiateurs, qui seraient alors à même de racheter à moindre prix une partie des titres visés. Les enjeux de la problématique compris, il reste à y apporter une réponse. Pour ce faire, il

²⁴⁷⁶ M. MALAURIE-VIGNAL, « Droit de la concurrence et droit des contrats », D.1995, p.51 et s., *spéc.* p.52.

²⁴⁷⁷ N. RONTCHEVSKY, *L'effet de l'obligation*, *op cit.*, n°697.

²⁴⁷⁸ P. BÉZARD, J. LEONNET, « La Cour de cassation juge de la concurrence », *préc.*, p.1 ; N. DECOOPMAN, « Droit du marché et droit des obligations », *op cit.*, p.143 et s.

est nécessaire de partir de l'acte de renonciation et de le confronter au caractère d'ordre public des principes régissant les offres.

825. L'acte de renonciation. La renonciation peut être définie comme l'acte unilatéral par lequel une personne abdique une prérogative²⁴⁷⁹. Expression de l'autonomie de la volonté, l'acte de renonciation doit être volontaire, conscient et éclairé. Ces conditions réunies, il est en principe permis d'abdiquer tout avantage résultant d'une norme juridique conférant un droit, une protection, une faculté, une universalité ou un statut²⁴⁸⁰. Par le passé, certains auteurs considéraient toutefois que les droits découlant d'une règle d'ordre public n'étaient pas susceptibles de renonciation²⁴⁸¹. Une autre doctrine soutenait au contraire que la renonciation à une prérogative d'ordre public était parfaitement possible, dès lors que l'abdication portait sur un droit acquis et donc, disponible. Consacrant cette dernière position, la jurisprudence estime que « s'il est interdit de renoncer, par avance, aux règles de protection établies par une loi d'ordre public, il est en revanche permis de renoncer aux effets acquis de telles règles »²⁴⁸². Désormais, il est admis que la renonciation à un droit, même d'ordre public, est valable dès lors qu'elle porte sur un droit acquis.

826. La possible renonciation au bénéfice du principe d'égalité. Transposé au droit des offres, ce raisonnement laisse à penser que dès le bénéfice des principes acquis, tout intéressé est à même de pouvoir y renoncer. L'affirmation trouve d'ailleurs un écho en pratique puisque l'autorité de marché admet, conformément au caractère commutatif de l'égalité, que les actionnaires puissent renoncer à être traités de la même façon en période d'offre²⁴⁸³. Faut-il généraliser cette conclusion et considérer qu'il est possible de renoncer au bénéfice des autres principes ?

827. L'impossible renonciation au bénéfice des autres principes généraux des offres. Deux arguments invitent à douter de la possible renonciation au bénéfice des autres principes généraux des offres. Le premier touche à la distinction habituellement opérée entre ordre public de protection et ordre public de direction. Cette *summa divisio* isole, à l'intérieur du

²⁴⁷⁹ F. DREIFFUS-NETTER, *Les manifestations de volonté abdicatives*, préf. A. Rieg, LGDJ, 1985, n°14 ; D. HOUTCIEFF, « Renonciation », *Rép. civ.*, Dalloz, 2021, n°1.

²⁴⁸⁰ V. GODÉ, *Volonté et manifestations tacites*, préf. J. Patarin, PUF, 1977, n°136 et s. ; D. HOUTCIEFF, « Renonciation », *préc.*, n°29.

²⁴⁸¹ E. ALGAVE, « Définition de l'ordre public en matière civile », *Revue pratique de droit français*, t.25, 1868, p.444 et s., *spéc.* p.536 ; R. JAPIOT, *Des nullités en matière d'actes juridiques, essai d'une théorie nouvelle*, Arthur Rousseau, 1909, p.748-749.

²⁴⁸² Cass. 1^{ère} Civ., n°96-13.972, 17 mars 1998 ; *RTD Civ.* 1999, p.670, obs. J. Mestre ; *JCP G* 1998, II, 10148, note S. Piedelièvre ; *Defrénois* 1998, p.749, obs. J.-L. Aubert ; *CCC* juin 1998, comm. 86, note L. Leveneur ; Cass. Civ. 3^{ème}, n°16-13.914, 30 mars 2017 ; D.2017, p.1575, note M.-P. Dumont-Lefrand ; *AJDI* 2017, p.588, note F. Planckeel et A. Antoniutti ; *LPA* 21 août 2017, p.12, note P. Battistini.

²⁴⁸³ V. *supra* n°512.

corps de règles composant l'ordre public, celles qui ont pour finalité la protection d'une catégorie de personne et qui relèveraient d'un ordre public de protection, de celles qui ont pour objet l'orientation de l'activité économique, qui appartiendraient à un ordre public de direction²⁴⁸⁴. À cette distinction s'attacheraient des conséquences sur le terrain de la renonciation. La renonciation à une prérogative serait inconcevable lorsqu'elle découlerait d'une règle issue de l'ordre public de direction²⁴⁸⁵. Contrairement aux règles rattachées à l'ordre public de protection, édictées aux fins de préserver des intérêts privés et auxquelles il serait possible de renoncer librement, les règles propres à l'ordre public de direction viseraient à défendre un intérêt public. Abdiquer les prérogatives découlant de ce dernier corps de règles serait donc inenvisageable. Transposée au droit des offres, cette répartition entre les deux branches de l'ordre public expliquerait pourquoi il est difficile d'admettre la renonciation au bénéfice des principes de loyauté et de libre jeu. En effet, tandis que l'égalité de traitement viserait avant tout à protéger les investisseurs et se rapprocherait dès lors de l'ordre public de protection²⁴⁸⁶, les deux autres principes assureraient la saine et libre concurrence, et se rattacheraient à l'ordre public de direction, ce qui interdirait de renoncer à leur bénéfice.

828. Les limites de cet argumentaire apparaissent cependant rapidement, tant la distinction entre les deux ordres publics est difficile à mettre en œuvre²⁴⁸⁷. En effet, les règles qui encadrent le fonctionnement des marchés mêlent bien souvent des préoccupations qui relèvent à la fois de l'ordre public de direction et de celui de protection. Les dispositions présentées comme relevant de l'ordre public de protection sous-tendent fréquemment des objectifs économiques bien plus généraux qui relèvent *in fine* de l'intérêt public. La frontière entre les deux ordres en ressort brouillée²⁴⁸⁸. Les évolutions du droit de la consommation et du droit de la concurrence en témoignent. Le droit de la consommation est généralement présenté comme une réglementation ayant pour but de protéger les consommateurs. Il est pourtant difficile de nier que de nombreuses dispositions du Code de la consommation ont pour objectifs de maintenir le jeu de la concurrence et d'assurer le bon fonctionnement du

²⁴⁸⁴ J. CARBONNIER, *Droit civil, Les obligations*, t. 4, 22^e éd., PUF, 2000, n°70.

²⁴⁸⁵ G. FARJAT, *L'ordre public économique*, *op cit.*, n°610 et n°615 ; B. FAUVARQUE-COSSON, *Libre disponibilité des droits et conflits de lois*, préf. Y. Lequette, LGDJ, 1996, n°202 ; J. MESTRE, « L'ordre public dans l'économie, rapport français » in *Travaux de l'association Henri Capitant*, t.49, *op cit.*, p.125 et s., *spéc.* p.141 ; D. HOUTCIEFF, « Renonciation », *préc.*, n°41.

²⁴⁸⁶ J. MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, *op cit.*, p.147 et s.

²⁴⁸⁷ F. HAGE-CHAHINE, « L'ordre public dans l'économie, rapport général », *op cit.*, p.28 à p.31 ; M.-A. FRISON-ROCHE, « Les différentes natures de l'ordre public économique », *préc.*, p.110.

²⁴⁸⁸ M. HERVIEU, « Ordre public économique de direction, ordre public de protection : l'avenir de la distinction », in *Mélanges en l'honneur de Marie-Stéphane Payet*, Dalloz, 2011, p.317 et s., *spéc.* p.323 ; C. BOBILLIER, *La liberté contractuelle à l'épreuve des marchés financiers*, *op cit.*, p.12.

marché²⁴⁸⁹. De la même façon, le droit de la concurrence, traditionnellement perçu comme un droit dont la fonction première serait de promouvoir un ordre public de direction²⁴⁹⁰, a aujourd'hui subi de trop nombreuses mutations pour qu'il soit encore possible de contester ses tendances protectrices²⁴⁹¹. La remarque vaut tout autant pour les principes des offres. La frontière entre ceux qui relèveraient de l'ordre public de protection et ceux rattachés à l'ordre public de direction est difficile, sinon impossible, à tracer. En effet, si l'exigence d'égalité de traitement se rapproche à première vue de l'ordre public de protection, ne participe-t-elle pas aussi au maintien de la confiance dans le marché, essentielle à son bon fonctionnement ? Réciproquement, si la loyauté et le libre jeu constituent l'alpha et l'oméga du marché, leurs conséquences ne bénéficient-elles pas avant tout aux actionnaires non-contrôlares ? L'égalité ne protège pas seulement contre le mirage de l'argent facile, elle encourage aussi à investir. Le libre jeu des offres assure évidemment une saine concurrence mais permet aussi, par ricochet, d'attribuer de plus larges plus-values aux investisseurs. Dans son arrêt du 22 avril 2021, la Cour d'appel de Paris a d'ailleurs affirmé que l'ensemble de la réglementation des offres, principes généraux compris, relevait d'un ordre public économique de direction²⁴⁹². Il est dès lors difficile de se fonder sur une distinction que la jurisprudence n'opère pas pour expliquer en quoi il serait légitime d'abdiquer le bénéfice du principe d'égalité et, au contraire, impossible de renoncer à celui des deux autres principes.

829. Une impossibilité justifiée par l'acte même de renonciation. Un second argument explique mieux pourquoi il est inenvisageable de renoncer au bénéfice des principes de loyauté et de libre jeu des offres. Il tient au caractère unilatéral de l'acte de renonciation²⁴⁹³. En raison de ce caractère, la renonciation n'est possible que dans la mesure où elle ne nuit pas aux tiers et porte sur un droit qui n'intéresse que le renonçant²⁴⁹⁴. La renonciation doit donc porter sur une prérogative compatible avec l'unilatéralité de l'acte d'abdication : ne procédant que d'une seule volonté, « elle ne saurait nuire qu'au renonçant, sans pouvoir jamais porter atteinte aux droits des tiers »²⁴⁹⁵. Cette remarque justifie à elle seule pourquoi,

²⁴⁸⁹ M. HERVIEU, « Ordre public économique de direction, ordre public de protection : l'avenir de la distinction », *op cit.*, p.319 ; J. ROCHFELD, « De la confiance du consommateur ou du basculement d'un droit de protection de la partie faible à un droit de régulation du marché », *LPA* 16 févr. 2009, p.7, *spéc.* n°2 et n°9 ; S. BERNHEIM-DESSAUX, « Le droit de la consommation entre protection du consommateur et régulation du marché », *RLDA* mars 2012, p.91 et s.

²⁴⁹⁰ Fr. DREIFUSS-NETTER, « Droit de la concurrence et droit commun des obligations », *préc.*, p.369.

²⁴⁹¹ I. PARACHKÉVOVA, « L'empreinte du droit de la consommation sur le droit des sociétés cotées », in *Les défis actuels du droit financiers*, (dir.) A. Couret et C. Malecki, Joly, 2010, p.53, *spéc.* n°7.

²⁴⁹² CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*, n°185.

²⁴⁹³ Si, dans l'immense majorité des cas, la renonciation a un caractère unilatéral, cela n'est pas toujours vrai pour autant. Ainsi, un créancier ne peut abandonner son droit de créance que par la remise de dette, remise qui devra nécessairement être acceptée par le débiteur (art. 1350 Code civ).

²⁴⁹⁴ P. RAYNAUD, « La renonciation à un droit », *RTD Civ.* 1936, p.763 et s., *spéc.* p.795.

²⁴⁹⁵ D. HOUTCIEFF, « Renonciation », *préc.*, n°30.

à l'exception du principe d'égalité, la renonciation aux principes des offres n'est pas autorisée. En effet, les autorités admettent qu'un actionnaire puisse renoncer individuellement au bénéfice de l'égalité de traitement parce qu'une telle abdication n'est jamais susceptible de nuire aux autres actionnaires dont les titres sont visés par l'offre. Les solutions retenues dans les offres déposées sur les sociétés Legrand et Montupet SA le montrent. Dans ces affaires, seule la situation des renonçants se trouvait modifiée par l'acte de renonciation²⁴⁹⁶. Les termes des offres et les prix proposés aux autres actionnaires demeurèrent inchangés. À l'inverse, s'il était permis à certaines personnes de renoncer au bénéfice de la loyauté ou du libre jeu, l'abdication nuirait forcément aux autres intervenants et au marché dans son ensemble. Il suffit d'imaginer les conséquences qu'emporterait une telle pratique pour s'en apercevoir. Ouvrir à une société visée par une offre la faculté de libérer un initiateur de son obligation d'agir loyalement porterait *de facto* préjudice aux autres opérateurs, alors obligés de subir l'incohérence comportementale de l'intéressé. *Mutatis mutandis*, si un initiateur abdiquait son droit à la libre compétition en permettant à la société visée de mettre en œuvre une défense absolue, tous les autres concurrents à l'offre, incapables de mener à terme leur prise de contrôle, en souffriraient. Par conséquent, si tout actionnaire détient bien la faculté d'abdiquer le bénéfice du principe d'égalité de traitement, il serait présomptueux d'en déduire qu'il existe une faculté générale de renonciation aux principes des offres. Incompatible avec le caractère unilatéral de l'acte de renonciation, abdiquer la protection offerte par les principes de libre jeu et de loyauté ne saurait être toléré.

830. Conclusion de Section. L'étude de la mise en œuvre des principes généraux offre à voir de nouvelles règles d'application partagées. Pourvus de la même valeur juridique, les principes qui régissent la procédure d'offre sont dotés d'un rang glissant au sein de la hiérarchie des normes, rang qui ne saurait être assimilé à celui du texte qui les énonce. L'autorité juridique des principes n'est autre que celle que choisissent de leur conférer les organes qui les mobilisent, choix qui est susceptible de varier en fonction des contentieux que l'organe est appelé à trancher. Les principes endossent également une seconde caractéristique commune, qui réside dans leur appartenance à l'ordre public économique. Cette caractéristique rejaillit sur les critères retenus pour en contrôler le respect. Proche de ceux employés en droit de la concurrence, les critères mobilisés sont ceux de l'objet et de l'effet des actes. Plus encore que le critère de l'objet qui, par son caractère objectif, permet déjà d'appréhender la finalité poursuivie par l'acte examiné, le critère de l'effet assure que la moindre conséquence d'un acte, qu'elle soit actuelle ou à venir, souhaitée ou non, puisse être neutralisée si elle est jugée contraire aux principes d'égalité, de liberté ou de loyauté. Ces critères de contrôle réduisent la marge de manœuvre laissée aux différents participants à

²⁴⁹⁶ V. *supra* n°512.

une offre publique. Quelques espaces de libertés demeurent néanmoins. Les autorités acceptent ainsi que les destinataires d'une offre puissent renoncer individuellement à l'égalité de traitement. Aucune renonciation au bénéfice des autres principes n'est cependant permise.

À rebours de cette première série d'observations, l'étude de la mise en œuvre des principes généraux révèle une seconde tendance, antagonique. Contrastant avec l'impérativité des principes, l'examen de la pratique décisionnelle laisse apparaître leur ineffectivité partielle.

Section 2. L'effectivité partielle des principes généraux

831. Les problèmes d'effectivité de la norme. La problématique de l'effectivité des normes juridiques est traditionnellement considérée comme étrangère au juriste. Deux raisons l'expliquent. D'abord, la tâche traditionnelle de l'homme de loi n'est pas d'étudier l'adéquation des règles avec les comportements sociaux, mais d'appliquer la norme générale et abstraite à un cas concret²⁴⁹⁷. Ensuite, la définition de la règle juridique n'a jamais été fonction de son application effective. Même inappliquée, la loi demeure la loi²⁴⁹⁸. Bien qu'éloignée du champ de recherche originaire du juriste, la question de l'effectivité des règles de droit est devenue, au cours du temps, une problématique régulièrement abordée en doctrine²⁴⁹⁹. Aujourd'hui, elle apparaît même comme « un objet d'indispensable inquiétude pour les juristes soucieux de convaincre qu'ils ne s'enferment pas dans "l'univers abstrait des règles" et sont attentifs à l'inscription de celles-ci dans les pratiques sociales »²⁵⁰⁰.

Intéressant la science du droit, le concept d'effectivité se rapporte au degré d'application des règles dans leur contexte social²⁵⁰¹. L'effectivité constitue le caractère d'une règle qui est appliquée réellement²⁵⁰². Aussi considère-t-on qu'une norme est appliquée et donc effective, dès qu'elle se trouve respectée par ses destinataires²⁵⁰³, ou que les autorités chargées de la

²⁴⁹⁷ V. DEMERS, *Le contrôle des fumeurs. Une étude d'effectivité du droit*, Thémis, 1996, p.7.

²⁴⁹⁸ J. CARBONNIER, « Effectivité et ineffectivité de la règle de droit », in *Flexible Droit*, *op cit.*, p.136.

²⁴⁹⁹ Pour une étude récente v. S. RENARD, E. PÉCHILLON (dir.), *L'inapplication de la règle de droit, Exploration des contours d'un phénomène mal connu*, Mare & Martin, 2020.

²⁵⁰⁰ A. JEAMMAUD, « Le concept d'effectivité du droit », in *L'effectivité du droit du travail : à quelles conditions ?*, (dir.) Ph. Auvergnon, Presses Universitaires de Bordeaux, 2007, p.34 et s., *spéc.* p.36.

²⁵⁰¹ P. LASCOUMES, « Effectivité », in *Dictionnaire encyclopédique de théorie et de sociologie du droit*, *op cit.*, p.218 ; J. COMMAILLE, « Effectivité », in *Dictionnaire de la culture juridique*, (dir.) D. Alland et S. Rials, PUF, 2003, p.583.

²⁵⁰² V. « effectivité » in *Vocabulaire juridique*, *op cit.*

²⁵⁰³ G. DRAGO, « L'effectivité des sanctions de la violation des droits fondamentaux dans les pays de la Communauté francophone », in *L'effectivité des droits fondamentaux dans les pays de la Communauté francophone*, AUPELF-UREF, 1994, p.535.

mettre en œuvre en sanctionnent les violations²⁵⁰⁴. Il reste qu'en droit, une règle appliquée intéresse moins que celle qui ne l'est pas systématiquement²⁵⁰⁵. L'ineffectivité de la règle instruit. Elle révèle l'écart entre la théorie et la pratique, entre la norme juridique et la réalité qu'elle est censée encadrer²⁵⁰⁶.

832. Annonce. S'agissant des principes généraux des offres, un réel écart existe entre leur impérativité et leur effectivité. Les principes s'avèrent trop souvent inappliqués et leur violation trop peu sanctionnée. Après avoir dressé le constat de l'effectivité partielle des principes (§1), il conviendra d'en présenter les conséquences (§2), puis de proposer des solutions susceptibles d'y remédier (§3).

§1. Le constat de l'effectivité partielle des principes généraux

833. Une ineffectivité partielle et généralisée. L'observation n'est pas discutable. Qu'il s'agisse du principe de loyauté, de libre jeu ou d'égalité, tous apparaissent ponctuellement délaissés par les autorités chargées d'en garantir le respect. La remarque a déjà été formulée à l'occasion de l'étude du principe de loyauté. Le faible recours à l'exigence de loyauté a été souligné²⁵⁰⁷, ses conséquences regrettées²⁵⁰⁸, et des solutions proposées²⁵⁰⁹. Le principe de libre jeu souffre des mêmes maux. Entre la prohibition théorique des avantages déterminants par avance le succès d'une offre et la réalité pratique, un décalage existe. Ce décalage laisse apparaître l'effectivité partielle du principe²⁵¹⁰. La remarque vaut enfin pour le principe d'égalité de traitement des actionnaires. Alors que l'exigence implique que tout actionnaire placé dans une situation identique puisse bénéficier des mêmes conditions de cession de ses titres, il est des cas où seuls certains actionnaires bénéficient d'avantages sans que l'autorité s'en émeuve. L'exemple des contrats de cession conclus en période d'offre et qui comportent une clause de relèvement automatique du prix en témoigne²⁵¹¹.

²⁵⁰⁴ J.-F. PERRIN, « L'effectivité de l'ordonnance du 10 mars 1975 », in *Le port obligatoire de la ceinture de sécurité. Hypothèses et données pour l'étude des effets d'une norme*, (dir.) Ch. A. Morand, J.-F. Perrin, Ch.-N. Robert et R. Roth, CETEL, 1977, p.36 et s., spéc. p.38 ; Y. LEROY, « La notion d'effectivité du droit », *Droit et société* 2011, p.715 et s., spéc. p.719. Dans la suite de ses développements, l'auteur retiendra néanmoins une conception beaucoup plus large du concept d'effectivité (*ibid.*, p.729 et s.).

²⁵⁰⁵ F. RANGEON, « Réflexions sur l'effectivité du droit », in *Les usages sociaux du droit*, PUF, 1989, p.126 et s., spéc. p.127.

²⁵⁰⁶ J. COMMAILLE, « Effectivité », *op cit.*

²⁵⁰⁷ V. *supra* n°625 et s.

²⁵⁰⁸ V. *supra* n°635 et s.

²⁵⁰⁹ V. *supra* n°644.

²⁵¹⁰ V. *supra* n°554, n°556 et n°566.

²⁵¹¹ V. *supra* n°521.

834. Ineffectif n'est pas synonyme d'inutile. Chaque principe traîne donc avec lui une certaine dose d'ineffectivité. Entre l'effectivité totale et l'ineffectivité totale c'est, selon la belle formule de Carbonnier, « la grisaille de l'ineffectivité partielle qui domine »²⁵¹². Néanmoins, si l'inapplication des principes généraux contraste assez largement avec leur caractère impératif, il ne faut pas se méprendre sur la portée exacte de cette observation. Elle ne signifie pas que les principes seraient devenus désuets ou inutiles. Instruments privilégiés de contrôle des actes réalisés en période d'offre, les principes généraux des offres demeurent, aujourd'hui comme hier, les premiers garants du bon déroulement des offres. Qu'il s'agisse d'enjoindre au dépôt d'une offre, d'en prononcer l'irrecevabilité, de neutraliser, de rectifier, ou de punir certains agissements, les principes ont et continuent de fonder bon nombre de décisions. Le constat empirique de l'ineffectivité partielle des principes oblige toutefois à en examiner les répercussions. S'il revient au sociologue d'étudier les causes de l'irrespect des normes²⁵¹³, il appartient au juriste d'en présenter les conséquences.

§2. Les conséquences de l'effectivité partielle des principes généraux

835. Le caractère bénéfique ou préjudiciable de l'ineffectivité d'une norme. L'ineffectivité d'une norme est généralement présentée comme une anomalie. Il peut toutefois être imprudent de toujours penser l'ineffectivité comme un mal et l'effectivité comme un bien²⁵¹⁴. Dans bien des situations, l'ineffectivité constitue un mal nécessaire à la préservation de l'ordre social, l'inapplication de la règle étant alors inspirée par des considérations d'équité et limitée à certains cas particuliers²⁵¹⁵. En droit des offres, l'aspect bénéfique de l'inapplication des principes est néanmoins difficile à saisir. Les principes généraux constituent des exigences impératives qui, des mots mêmes de la jurisprudence, participent de l'ordre public économique de direction. Il est alors paradoxal que leur violation

²⁵¹² J. CARBONNIER, « Effectivité et ineffectivité de la règle de droit », *op cit.*, p.146.

²⁵¹³ Sans s'inventer sociologue, on peut deviner trois raisons à l'ineffectivité partielle des principes : la crainte à l'égard des notions molles, l'absence de maturité suffisante des principes généraux, et la complexité des montages imaginés par les praticiens. Ces trois raisons sont toutefois loin d'être dirimantes. La crainte d'abord, n'est pas justifiée, les autorités financières ayant toujours fait preuve de mesure dans l'utilisation des principes. Quant au caractère relativement récent des principes généraux, s'il est indéniable que ces principes ne sont pas aussi matures que la bonne foi du Code civil, les analyses qui précèdent ont montré qu'il était parfaitement possible d'en systématiser les effets. Enfin, la complexité des montages ne devrait rien excuser devant la compétence, le pragmatisme et l'expérience des membres de l'AMF. Il reste vrai que les moyens alloués à l'autorité de marché ne lui permettent pas de contrôler réellement toutes les opérations qui ont lieu sur le marché. Le nombre annuel de saisines de la Commission des sanctions suffit à s'en convaincre.

²⁵¹⁴ P. Le CANNU, « Effectivité et ineffectivité du droit des sociétés », in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, *op cit.*, p.337 et s., *spéc.* p.338 ; E. LHÉRITIER, « Inapplication de la règle de droit et ineffectivité », in *L'inapplication de la règle de droit. Exploration des contours d'un phénomène mal connu*, *op cit.*, p.165 et s., *spéc.* p.174.

²⁵¹⁵ J. CARBONNIER, « Effectivité et ineffectivité de la règle de droit », *op cit.*, p.143-144 ; Adde M. MEKKI, « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *La sanction, entre technique et politique*, (dir.) C. Chainais et D. Fenouillet, Dalloz, 2012, p.31, *spéc.* n°13.

ne soit pas systématiquement sanctionnée. Plus qu'un paradoxe, l'application partielle des principes entraîne des conséquences préjudiciables au bon déroulement des offres.

836. Annonce. L'ineffectivité des principes est à la fois une source d'insécurité juridique (I) et une cause d'inflation normative (II).

I. Une source d'insécurité juridique

837. De l'ineffectivité découle l'insécurité. À défaut d'application systématique d'une norme, sa mise en œuvre ne devient qu'éventuelle, et les solutions rendues, difficilement prévisibles. Confrontées à deux comportements identiques, les autorités peuvent ainsi aboutir à des solutions diamétralement opposées selon qu'elles décident ou non de mobiliser la norme destinée à régir le comportement en cause. Ce faisant, l'inapplication partielle des principes aboutit à créer un droit des offres à deux vitesses, qui préjudicie directement à la prévisibilité des solutions. L'insécurité juridique n'est donc pas causée par les principes eux-mêmes, mais par la façon dont ils sont mis en œuvre.

838. Illustrations. L'insécurité causée par l'ineffectivité des principes n'est pas qu'une simple vue de l'esprit. La confrontation de plusieurs décisions de conformité entre elles suffit à en rendre compte. Sur le terrain du principe d'égalité de traitement par exemple, la comparaison des solutions retenues dans deux offres déposées à deux années d'intervalle témoigne de l'insécurité juridique en la matière²⁵¹⁶. Dans ces espèces, des conventions largement similaires furent conclues entre les initiateurs et certains actionnaires des sociétés cibles. Pourtant, et alors que ces conventions attentaient de la même façon à l'égalité des actionnaires, seule l'une d'elles se trouva neutralisée par l'AMF²⁵¹⁷.

Un constat identique peut être dressé à l'égard du principe de liberté des offres et du contrôle des clauses de *break up fees* souscrites par les sociétés visées par une offre. Si les autorités ont fixé un plafond afin que les indemnités versées ne fassent pas obstacle au libre jeu des offres et de leurs surenchères²⁵¹⁸, l'examen des décisions rendues démontre que certaines clauses dépassent très largement ce plafond sans que l'AMF n'éprouve le besoin d'en connaître sur le terrain de la libre compétition²⁵¹⁹.

²⁵¹⁶ AMF, déc. n°212C1363, 16 oct. 2012, *préc.* ; déc. n° 214C1690, 13 août 2014, *préc.*

²⁵¹⁷ V. *supra* n°472 et n°521.

²⁵¹⁸ AMF, déc. n°219C1942, 14 oct. 2019, *préc.* ; CA Paris, n°19/189347, 13 mars 2020, *préc.*

²⁵¹⁹ V. *supra* n°565 et n°566.

839. Une insécurité juridique grandissante. Bien qu'il faille se garder de parler de loterie dans l'application des principes, l'ineffectivité partielle des principes s'avère pour le moins préoccupante. En effet, l'ineffectivité d'une norme, même passagère, entraîne toujours davantage : le défaut de contrôle des autorités chargées de sanctionner la violation d'une règle incite nécessairement les destinataires de celle-ci à ne plus se préoccuper de son respect. L'inapplication répétée d'une norme favorise les stratégies individuelles d'éviction. Si les acteurs présentement obligés au respect d'une disposition contraignante ne se voient pas sanctionnés lorsqu'ils la bafouent, il y a alors fort à parier que les futurs acteurs concernés agiront rationnellement et se comporteront de la même façon²⁵²⁰. Il convient dès lors de couper court à l'ineffectivité des principes avant que le phénomène ne gagne en intensité.

Ces précisions apportées, il faut maintenant aborder la seconde conséquence qui résulte de l'inapplication des principes généraux des offres.

II. Une cause d'inflation normative

840. Le phénomène d'inflation en droit. Si les acceptions du mot « inflation » varient selon que l'on emploie la notion en économie ou en sciences sociales, son sens générique désigne un phénomène d'extension et de développement excessif²⁵²¹. Mise en lumière par le doyen Savatier²⁵²², l'inflation législative s'amplifie chaque année. Pour ne prendre que les chiffres les plus récents, en 2006, le Conseil d'État recensait environ 10 920 lois et 130 000 textes réglementaires²⁵²³, soit une progression de près de 40 % en quinze ans²⁵²⁴. En 2019, selon les chiffres diffusés par le gouvernement, le droit français compterait 84 619 articles législatifs et 233 048 articles réglementaires en vigueur²⁵²⁵. La tendance n'est pas différente s'agissant du cadre juridique des offres publiques. En 2009, Monsieur Guy Canivet relevait que le livre II du Règlement général AMF, au sein duquel réside le titre III relatif aux offres publiques, a été modifié à dix-sept reprises en quatre ans²⁵²⁶.

²⁵²⁰ F. RANGEON, « Réflexions sur l'effectivité du droit », *op cit.*, p.143.

²⁵²¹ V. « inflation », in *Dictionnaire de l'Académie française*, 9^e éd.

²⁵²² R. SAVATIER, « L'inflation législative et l'indigestion du corps social », D.1977, chron., p.43.

²⁵²³ Le calcul repose sur les données recensées par le Conseil d'État (CE, *Rapport annuel* 2006, p.142).

²⁵²⁴ CE, *Rapport annuel* 1991, p.17.

²⁵²⁵ Chiffres rapportés par D. REGNARD, *Question écrite* n°12490, JO Sénat 3 oct. 2019, p.4954.

²⁵²⁶ G. CANIVET, « Avant-propos », *op cit.*, p.XXII.

L'inflation ne se résume d'ailleurs pas à un phénomène quantitatif. L'inflation ne désigne pas seulement l'accroissement du nombre et de la longueur des textes. Elle renvoie également à l'idée de dépréciation de la norme, de diminution de sa qualité. Augmentation de la production normative et inflation ne se confondent donc pas nécessairement²⁵²⁷. Tandis que le premier phénomène peut être souhaitable pour réguler les activités d'une société en constante évolution, l'autre ne l'est pas tant il complexifie la norme, la dégrade et l'obscurcit.

841. L'ineffectivité des principes comme cause de l'inflation des règles régissant les offres. Les raisons traditionnellement avancées pour expliquer l'inflation des normes sont connues. On relève ainsi l'influence de certains groupes sociaux, la pression médiatique, la multiplication des sources du droit, l'absence de formation juridique des organes chargés de l'élaboration du droit, la création de nouveaux secteurs d'activité ou encore l'apparition de nouveaux risques²⁵²⁸. En droit des offres, une cause supplémentaire s'y ajoute. Elle tient à l'ineffectivité partielle des principes généraux. Pour en rendre compte, il faut revenir sur une des qualités de ces principes, à savoir la virtualité qui s'attache à leur caractère extra-légal. Les principes sont capables d'appréhender la grande variété de situations susceptibles de se présenter lors du déroulement d'une offre, des plus communes aux plus inédites. Aptes à saisir l'imprévisible, les principes et leur mise en œuvre éloignent le « spectre du vide juridique »²⁵²⁹. L'égalité de traitement permet ainsi à l'AMF de se prononcer sur le terrain du prix retenu²⁵³⁰, comme sur celui de l'accès à l'information²⁵³¹ et des prérogatives attachées à la qualité d'organe social de l'associé²⁵³². Via l'exigence de loyauté, c'est la cohérence des comportements que les autorités garantissent, quel que soit l'acteur concerné²⁵³³. Le libre jeu permet enfin d'opérer un contrôle extrêmement large des avantages consentis²⁵³⁴ et des défenses mises en œuvre²⁵³⁵. Véritable boîte à outils à la disposition des autorités, les principes jouent un rôle majeur dans la régulation des offres. Refuser d'y recourir revient à se priver d'un instrument précieux. Plus, cela contraint à légiférer massivement : le désaveu des principes mène à l'escalade normative. Afin de compenser l'absence d'utilisation des

²⁵²⁷ A. LOUVARIS, « Régulation économique et inflation normative », *RDJ* 2014, p.304 et s., *spéc.* p.307.

²⁵²⁸ Th. PIAZZON, *La sécurité juridique*, préf. L. Leveneur, Defrénois, 2009, n°116 et s.

²⁵²⁹ L'expression est de C. GOLDIE-GENICON, Contribution à l'étude des rapports entre le droit commun et le droit spécial des contrats, préf. Y. Lequette, LGDJ, 2009, n°288.

²⁵³⁰ V. *supra* n°469 et s.

²⁵³¹ V. *supra* n°497 et s.

²⁵³² V. *supra* n°496.

²⁵³³ V. *supra* n°604 et s.

²⁵³⁴ V. *supra* n°549 et s.

²⁵³⁵ V. *supra* n°527 et s.

principes, il devient nécessaire de gonfler le nombre de règles de détails, seule réaction capable d'appréhender, pour un temps, les multiples agissements réalisés en période d'offre.

842. Illustration. Une illustration de l'inflation causée par la sous-utilisation des principes peut être trouvée au sein des règles encadrant les interventions sur le marché en période d'offre. Extrêmement détaillé, l'arsenal réglementaire s'avère exagérément complexe²⁵³⁶. La présentation des seules règles propres aux interventions de l'initiateur suffit à en rendre compte. L'encadrement diffère selon la période et la nature de l'offre. En période de pré-offre, le Règlement général pose une interdiction générale d'intervention sur le marché²⁵³⁷. Après cette période, les règles varient selon l'offre déposée. En présence d'une offre d'échange ou d'une offre d'achat comportant une branche d'échange, l'initiateur a interdiction d'intervenir sur ses titres comme sur ceux de la société cible²⁵³⁸. En dépit de cette interdiction, la société émettrice des titres de capital rémunérant une offre publique peut néanmoins poursuivre ses interventions sur ses propres titres dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, cela même pendant la période de pré-offre²⁵³⁹. En présence d'une offre d'achat, il convient de distinguer selon qu'elle est conditionnelle ou non. Si l'offre est assortie de l'une des conditions mentionnées aux articles 231-10 et 231-11 du Règlement général, aucune intervention n'est possible²⁵⁴⁰. Si l'offre n'est pas assortie d'une telle condition, les règles sont alors fonction de la période considérée. Du dépôt du projet d'offre à l'ouverture de l'offre, les acquisitions sont possibles dans la limite de 30 % des titres visés par l'offre²⁵⁴¹. Ensuite, de l'ouverture de l'offre jusqu'à sa clôture, l'initiateur est libre d'acquérir des titres sur le marché sous réserve de respecter un certain nombre de conditions²⁵⁴². Enfin, de la réouverture de l'offre à la publication définitive des résultats, les interventions sur le marché demeurent possibles au prix de l'offre²⁵⁴³.

L'ensemble des dispositions encadrant les interventions dans le contexte d'une offre ont pour but d'assurer le respect des principes régissant la procédure²⁵⁴⁴. Dans le cadre de l'offre

²⁵³⁶ J.-F. BIARD, « Intervention sur les titres concernés en période d'offre publique », *Rev. dr. banc. et fin.* nov.-déc. 2008, comm. 190.

²⁵³⁷ Art. 231-38 II RG AMF.

²⁵³⁸ Art. 231-41 al.1 RG AMF.

²⁵³⁹ Art. 231-41 al.2-3 RG AMF.

²⁵⁴⁰ Art. 231-38 III RG AMF.

²⁵⁴¹ Art. 231-38 IV RG AMF.

²⁵⁴² Art. 231-38 V et 231-39 I RG AMF.

²⁵⁴³ Art. 231-9 II RG AMF.

²⁵⁴⁴ C. MAISON-BLANCHE, « La phase de pré-offre : les règles applicables aux interventions sur les titres faisant l'objet d'une future offre publique », *préc.*, p.67 ; D. MARTIN, B. KANOVITCH, F. MAZERON, « Retour sur les raisons et enjeux des règles encadrant les interventions sur titres dans le cadre d'offres publiques à l'occasion de l'entrée en vigueur des modifications apportées au Règlement général de l'AMF », *préc.*, p.83.

d'échange, l'interdiction d'acquisition vise à éviter la distorsion de traitement entre les actionnaires. Elle assure que les investisseurs cédant leurs titres sur le marché, qui bénéficient d'une contrepartie numéraire, ne soient pas avantagés par rapport à ceux venant à l'offre, qui se voient seulement offrir des titres²⁵⁴⁵. La remarque vaut également pour les offres conditionnelles et la période de pré-offre.

On peut néanmoins douter qu'assurer le respect des principes impliquait, pour la seule hypothèse d'une offre d'achat déposée sans condition, de mettre en place quatre périodes régies par des règles distinctes selon que l'initiateur entend intervenir sur le marché entre le dépôt du projet d'offre et l'ouverture du projet d'offre, entre l'ouverture et la clôture de l'offre, entre la clôture et la publication des résultats provisoires ou entre la réouverture et la publication des résultats définitifs. Si ces règles visent à garantir l'intégrité des principes des offres, pourquoi ne pas avoir directement mobilisé ces principes pour régir les interventions réalisées dans le contexte d'une offre publique ? Leur utilisation aurait permis d'éviter l'élaboration d'un arsenal réglementaire aussi technique, ou l'aurait à tout le moins simplifié.

843. Une inflation doublement préjudiciable. L'ineffectivité partielle des principes et l'inflation normative qui en découle s'avèrent préjudiciables à tous les points de vue. Sur un plan économique d'abord, l'inflation des normes juridiques emporte un coût financier important. Entre 2008 et 2017, le total des coûts générés par les textes soumis à la Commission consultative d'évaluation des normes s'élevait à 14,23 milliards d'euros pour les collectivités territoriales, contre seulement 4,74 milliards d'économies²⁵⁴⁶. L'inflation des règles n'obscurcit donc pas seulement le droit, elle a également un coût qui est susceptible de rebuter certains acteurs et d'entraîner une baisse des investissements en France²⁵⁴⁷. Sur le plan juridique ensuite, l'absence de mise en œuvre systématique des principes oblige à adapter constamment la réglementation et à reprendre l'ouvrage à chaque nouvelle brèche découverte. L'inflation préjudicie à la stabilité du droit et à son intelligibilité²⁵⁴⁸.

²⁵⁴⁵ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°1881 ; D. MARTIN, B. KANOVITCH, F. MAZERON, « Retour sur les raisons et enjeux des règles encadrant les interventions sur titres dans le cadre d'offres publiques à l'occasion de l'entrée en vigueur des modifications apportées au Règlement général de l'AMF », *préc.* p.83.

²⁵⁴⁶ CNEN, *Rapport public d'activité*, 2017, p.29.

²⁵⁴⁷ Ce qui est problématique lorsque l'on sait que l'attractivité du droit français est le maître-mot des pouvoirs publics et l'objectif principal des réformes récentes.

²⁵⁴⁸ J. CARBONNIER, « L'inflation des lois », in *Essai sur les lois*, LGDJ, 2014, p.157 et s., *spéc.* p.158.

§3. Les propositions pour rétablir l'effectivité des principes généraux

844. Annonce. Pour remédier à cette ineffectivité, il serait possible de cesser de recourir aux principes généraux. Désavouer les principes reviendrait toutefois à court-circuiter la marge de manœuvre nécessaire aux autorités pour satisfaire en toute circonstance les objectifs poursuivis par la réglementation des offres. Plus, cela reviendrait à se tromper de combat. C'est de l'application partielle des principes que découle l'imprévisibilité des solutions, et pas des principes eux-mêmes. Partant, c'est de l'ineffectivité qu'il convient de se débarrasser, et non des impératifs d'égalité, de libre jeu et de loyauté. Plutôt qu'un abandon, c'est donc un renouveau des principes qui sera ici proposé. Pour sortir les principes généraux de leur état d'ineffectivité partielle, plusieurs changements sont envisageables : les premiers touchent à la pratique décisionnelle de l'autorité de marché **(I)**, les seconds au cadre réglementaire des offres **(II)**.

I. Les évolutions souhaitables de la pratique décisionnelle

845. Annonce. Les autorités de régulation ont toujours accompli leur mission avec esprit, cherchant à justifier plutôt qu'à imposer. Dès sa création et malgré ses maigres prérogatives, la COB a réalisé un travail extraordinaire de construction et d'adaptation de la réglementation des offres. Contribuant à améliorer la qualité du travail déjà accompli, la centralisation du contentieux boursier devant la Cour d'appel de Paris a permis de doter les magistrats d'une véritable culture financière, assurant le développement des techniques juridiques propres à la matière et l'élaboration d'un droit réaliste²⁵⁴⁹. Les principes généraux des offres sont le fruit de cette culture. Ils ont, dès l'origine, contribué à la construction de cette branche du droit et à en combler les lacunes. Pour qu'ils continuent à remplir leur rôle, deux évolutions de la pratique décisionnelle seraient souhaitables. L'une consisterait à instaurer un contrôle systématique et apparent du respect des principes **(A)** ; l'autre à instituer une motivation enrichie à l'occasion de ce contrôle **(B)**.

²⁵⁴⁹ N. RONTCHEVSKY, J.-P. STORCK, M. STORCK, « Le réalisme du droit des marchés financiers », in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt, op cit.*, p.425.

A. La mise en œuvre d'un contrôle systématique et apparent

846. L'introduction d'un contrôle systématique du respect des principes. La première étape nécessaire pour restaurer l'effectivité des principes consisterait à vérifier systématiquement la conformité des actes aux principes régissant les offres. Si la proposition a déjà été formulée à l'occasion de l'étude individuelle des principes, plusieurs précisions doivent être apportées.

847. Un contrôle conforme à la lettre du Règlement général. D'abord, la mise en place d'un tel contrôle n'entraînerait aucun changement de paradigme. Cela reviendrait au contraire à faire une juste application du Règlement général qui, à de multiples reprises, rappelle la nécessité d'apprécier les actes réalisés en période d'offre à l'aune des principes généraux. Cinq dispositions renvoient en effet à l'article 231-3 du RG AMF, assise textuelle des principes régissant les offres. Il en est ainsi de l'article 231-9 du RG AMF, qui dispose que lorsque l'AMF souhaite accorder une dérogation à la caducité d'une offre normalement prononcée lorsque l'initiateur ne détient pas à l'issue de celle-ci une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50 %, l'autorité « statue au regard des principes posés par l'article 231-3 ». Dans un autre registre, l'article 231-11 du RG AMF pose qu'en présence d'un projet d'offre soumis à notification au titre du contrôle des concentrations et qui doit être notifié à une autorité étrangère extra-européenne et non membre des États-Unis, l'AMF, chargée d'établir le calendrier de l'offre, doit statuer « au regard des principes définis à l'article 231-3 ». De la même façon, si l'article 232-11 du RG AMF ouvre la possibilité pour un initiateur de renoncer à son offre, cette faculté n'est ouverte que sous réserve d'obtenir « l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3 ». L'article 231-43 du RG AMF exige en outre que les interventions sur titres des prestataires de services d'investissement et des établissements, français ou étrangers, présentateurs de l'offre ou conseillant les personnes concernées par l'offre respectent en toute circonstance « les principes énoncés à l'article 231-3 ». Disposition balaie, l'article 231-21 du Règlement général dispose enfin que l'autorité de marché peut, lors de l'examen de la conformité du projet d'offre, « demander à l'initiateur de modifier son projet d'offre si elle considère qu'il peut porter atteinte aux dispositions mentionnées au premier alinéa, notamment aux principes définis par l'article 231-3 ». Considération prise de ces dispositions et du caractère d'ordre public des principes, il apparaîtrait pour le moins naturel que le contrôle du respect des principes soit automatique lorsque l'autorité est appelée à apprécier la conformité d'une offre publique ou à examiner des pratiques pour lesquelles l'état du droit n'apparaît pas totalement fixé.

848. Un contrôle apparent. Au-delà de l'introduction d'un contrôle systématique, il conviendrait de rendre celui-ci apparent. Rendre compte de la réalité du contrôle implique de rendre visible la vérification du respect des principes. Or, là encore, une évolution de la pratique est nécessaire²⁵⁵⁰. Évidemment, toute décision rendue sans contrôle apparent n'est pas factice pour autant. Bien souvent en effet, si une offre est déclarée recevable et que les motifs de sa conformité aux principes des offres ne figurent pas distinctement dans la décision, cela ne signifie pas qu'aucun contrôle n'a eu lieu, mais simplement que l'autorité n'a pas jugé utile de le mettre en lumière. En refusant d'opérer un contrôle apparent, les autorités rendent difficilement intelligibles les enjeux relatifs au respect des principes, ce qui, par ricochet, nuit à leur effectivité. Seul le dialogue ouvre la porte au progrès²⁵⁵¹. Il apparaît donc urgent de réduire la part d'implicite des solutions retenues et d'encourager la formulation des motifs qui expliquent en quoi les pratiques examinées s'avèrent conformes, ou non, aux principes généraux.

849. Un contrôle compatible avec la sécurité juridique des investisseurs. Il faut enfin préciser qu'instaurer un contrôle systématique et apparent ne serait pas de nature à engendrer un risque pour la sécurité juridique des investisseurs. Malgré des critères de contrôle extrêmement élastiques²⁵⁵², les affaires examinées sur près de quarante années de contentieux révèlent que les hypothèses dans lesquelles les autorités neutralisent un comportement ou déclarent une offre irrecevable pour manquement aux principes généraux ne sont pas monnaie courante. Du reste, l'étude individuelle des principes a montré qu'il était possible d'opérer la synthèse des conséquences attachées à chacun d'eux. La mise en place d'une vérification apparente et systématique du respect des principes ne saurait donc aboutir à créer un risque de système au sein du droit des offres.

²⁵⁵⁰ En effet, alors que la renonciation à une offre déjà initiée n'est possible que dans le respect des principes généraux (art. 232-11 du RG AMF), il arrive que l'autorité de marché autorise des initiateurs à renoncer à leurs offres sans examiner de manière apparente la conformité de ces renoncements aux principes des offres (v. par ex. CMF, déc. n°202C0388, 5 avr. 2002, *La Rochette* ; AMF, déc. n°210C0455, 27 mai 2010, *IMS Jacquet Metal*). Une observation identique peut être faite en matière de dérogation au seuil de caducité de l'offre. Le droit d'écarter ou d'abaisser ce seuil est conditionné à l'obtention d'une autorisation de l'AMF qui statue au regard des principes généraux (art. 231-9 I, 2° RG AMF). Il arrive pourtant que l'autorité examine les demandes de dérogation sans se référer à ces principes (Pour une décision de refus v. AMF, déc. n°218C1260, 10 juill. 2018, *Altamir* ; pour une décision de conformité v. AMF, déc. n°220C4300, 13 oct. 2020, *Devoteam*).

²⁵⁵¹ A. TOUFFAIT, A. TUNC, « Pour une motivation plus explicite des décisions de justice, notamment celles de la Cour de cassation », *RTD Civ.* 1974, p.487, *spéc.* n°11.

²⁵⁵² V. *supra* n°807 et s.

B. Le développement d'une motivation enrichie

850. Les fonctions attachées à la motivation des décisions. L'exigence de motivation des décisions est consubstantielle à l'idée de justice²⁵⁵³. Elle participe de leur légitimité. Vu comme un « principe général du droit »²⁵⁵⁴, le droit à la motivation des décisions est consacré de longue date en droit européen sur le fondement de l'article 6-1 de la CEDH²⁵⁵⁵. Jugée fondamentale, l'exigence revêt une fonction à la fois technique et conceptuelle.

Sur le terrain de la technique, la motivation des décisions de justice poursuit deux buts. Le premier est de convaincre. Historiquement, les juges n'étaient d'ailleurs pas tenus de motiver leurs décisions²⁵⁵⁶. Facultative, la motivation ne résultait que de l'élan spontané du juge qui, lorsqu'il se décidait à motiver sa décision, ne le faisait que pour convaincre les justiciables de la justesse de son choix²⁵⁵⁷. Au-delà de cette première dimension, la motivation vise également à justifier la décision prise et donc, à en rendre compte. En obligeant à présenter le poids des moyens et le fil intellectuel ayant conduit à la solution rendue, l'exigence aboutit à formuler un compte rendu du débat judiciaire. La motivation met en lumière le raisonnement suivi et permet aux instances supérieures d'en contrôler le bien-fondé. Motiver, c'est exprimer les raisons et donc, finalement, obliger le juge à en avoir²⁵⁵⁸.

Sur le terrain conceptuel, la motivation revêt aussi une importance considérable. En ce qu'elle matérialise le cheminement de pensée ayant abouti à la solution rendue, la motivation permet d'intégrer les solutions retenues au sein du *corpus* général des décisions. Elle contribue à la formation d'une jurisprudence cohérente et assure la prévisibilité des solutions²⁵⁵⁹.

851. L'enrichissement de la motivation des décisions juridictionnelles. Conscientes des conséquences préjudiciables qu'une motivation insuffisante est susceptible d'engendrer, les juridictions administratives et judiciaires poursuivent aujourd'hui un double mouvement d'enrichissement et de simplification de leur motivation. Dans le but de faciliter l'exécution

²⁵⁵³ A. BRUNET, « Droit au procès équitable et contrôle de la motivation des décisions de la Cour de cassation », in *Études offertes à Jacques Normand, op. cit.*, p.51, spéc. n°4.

²⁵⁵⁴ J.-P. CHAUDET, *Les principes généraux de la procédure administrative contentieuse*, préf. J. Moreau, LGDJ, 1967, n°708 et s.

²⁵⁵⁵ CEDH, n°12945/87, 16 déc. 1992, *Hadjianastassiou c/ Grèce*, n°32.

²⁵⁵⁶ T. SAUVEL, « Histoire du jugement motivé », *RDP* 1955, p.5.

²⁵⁵⁷ F. ZENATI-CASTAING, « La signification en droit de la motivation », in *La motivation en droit public*, (dir.) S. Caudal, Dalloz, 2013, p.25 et s., spéc. p.26 et p.40.

²⁵⁵⁸ T. SAUVEL, « Histoire du jugement motivé », *préc.*, p.5.

²⁵⁵⁹ S. GJIDARA, « La motivation des décisions de justice : impératifs anciens et exigences nouvelles », *LPA* 26 mai 2004, p.3, spéc. n°1.

de la chose jugée, le Conseil d'État explicite les motifs à l'origine des solutions qu'il retient et procède ainsi à une « sur-motivation volontaire »²⁵⁶⁰. La Cour de cassation s'est également engagée à ce que ses arrêts les plus importants bénéficient « plus systématiquement » d'une motivation développée et enrichie²⁵⁶¹. Dans la même optique, des auteurs préconisent que le juge constitutionnel, devant l'imprécision des normes de référence dont il est chargé d'assurer le respect, explicite davantage la manière dont il les concrétise²⁵⁶², ce qui semble avoir eu un écho dans certaines décisions récentes²⁵⁶³.

852. L'appauvrissement de la motivation des décisions AMF. Le constat diffère en droit des offres. Contrastant avec le mouvement général d'enrichissement, le degré de motivation des décisions rendues par les autorités de marché semble avoir été revu à la baisse. Bien que la Cour d'appel de Paris soit très tôt venue poser des exigences en la matière²⁵⁶⁴, les motivations développées pour apprécier la conformité d'un acte aux principes des offres apparaissent aujourd'hui laconiques. Les motifs retenus par l'AMF sont pour le moins elliptiques, quand ils ne sont pas totalement passés sous silence²⁵⁶⁵. Si cette pratique diffère de la précédente en ce que l'autorité opère ici une vérification apparente du respect des principes, elle apparaît tout aussi préjudiciable. Elle ruine l'intérêt même d'un contrôle systématique : prôner la mise en place d'un tel contrôle n'est d'aucune utilité si, lors de sa mise en œuvre, les décisions apparaissent dénuées de justification. Deux améliorations permettraient de remédier à cette situation. L'une a trait à la qualité de la motivation, l'autre à son intelligibilité.

853. Plaidoyer pour une meilleure qualité de la motivation fournie. Pour assurer l'effectivité des principes généraux, les décisions ne peuvent se limiter à proclamer leur respect sans plus de justifications. Motiver implique de démontrer. L'exercice suppose donc l'utilisation d'une argumentation suffisante et circonstanciée permettant d'éclairer les fondements de la solution retenue. Lors de l'examen d'un comportement à l'aune des

²⁵⁶⁰ L. JANICOT, « Les silences du juge », *RDP* 2012, p.1064 et s., *spéc.* p.1071 à p.1073

²⁵⁶¹ Cass., *Rapport de la Commission de réflexion sur la Cour de cassation 2030*, juill. 2021, p.44. Sur cette motivation v. M. DUGUÉ, J. TRAULLÉ (dir.), *La motivation enrichie des arrêts rendus par la Cour de cassation*, LexisNexis, 2023.

²⁵⁶² N. BELLOUBET, « La motivation des décisions du Conseil constitutionnel : justifier et réformer », *Nouv. Cah. Conseil Constitutionnel* juin 2017, p.7, où l'auteur s'appuie notamment sur la thèse de M. HEITZMANN-PATIN, *Les normes de concrétisation dans la jurisprudence du Conseil constitutionnel*, préf. M. Verpeaux, LGDJ, 2020. Adde, G. CANIVET, « De l'implicite dans la motivation des décisions du Conseil constitutionnel », in *Mélanges en l'honneur de Robert Badinter*, *op cit.*, p.145, *spéc.* n°36.

²⁵⁶³ En ce sens v. D. ROUSSEAU, P.-Y. GAHDOUN, J. BONNET, *Droit du contentieux constitutionnel*, 12^e éd., LGDJ, 2020, n°603. Pour une illustration v. la décision du Cons. Const., déc. n°2019-778 DC, 24 mars 2019, *Loi de programmation 2018-2022 et de réforme pour la justice*, qui contient 395 paragraphes.

²⁵⁶⁴ CA Paris 13 juill. 1988, *préc.* ; CA Paris, 24 juin 1991, *préc.*

²⁵⁶⁵ V. not. le contrôle des clauses de *break up fees* au regard du principe de libre jeu des offres, *supra* n°569, n°570 et n°571.

principes, il serait donc souhaitable que les motifs sur lesquels l'autorité de marché se fonde figurent expressément dans la solution. Ainsi comprise, la motivation des décisions devrait permettre, à chaque fois qu'il y a matière à hésitation sur la conformité d'une pratique aux principes, de saisir la logique, le sens et la portée de la solution retenue.

Plaider pour une motivation plus riche ne revient toutefois pas à défendre la mise en place d'une motivation totalement débridée²⁵⁶⁶. Enrichie ne signifie pas démesurée. Une motivation excessive porterait atteinte à l'exigence de célérité, essentielle dans le monde des affaires. Introduire une motivation enrichie implique donc de trouver un équilibre, un juste degré de motivation situé entre un mutisme gênant et des motifs prolixes. C'est cet équilibre que la Cour d'appel de Paris a imposé à l'autorité de marché au début des années 1990, en exigeant qu'elle fasse figurer dans ses décisions une motivation suffisante pour comprendre la logique, le sens et la portée des solutions retenues²⁵⁶⁷. La motivation devait ainsi permettre « à un lecteur attentif de percevoir et de saisir le cheminement de la pensée »²⁵⁶⁸. À défaut de satisfaire à cette exigence, et d'explicitier en quoi les pratiques examinées s'avéraient ou non conformes aux principes des offres, la décision était donc censurée²⁵⁶⁹. Il faut souhaiter que la motivation des décisions de l'autorité de marché retrouve aujourd'hui ce niveau d'exigence.

854. Plaidoyer pour une plus grande intelligibilité de la motivation fournie. Au-delà de cette première évolution, une seconde apparaîtrait souhaitable. Elle se rapporte cette fois à l'intelligibilité des motifs retenus. L'étude individuelle des principes a été l'occasion de présenter une pratique récurrente des autorités qui consiste à viser la totalité des principes des offres alors même qu'un seul est réellement en cause.

855. On trouve trace de cette pratique dans l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris lors du contentieux ayant entouré l'offre de Quadral sur les titres CSEE²⁵⁷⁰. Étudiée sous l'angle du libre jeu des offres et des surenchères, l'affaire était l'occasion pour la cour de se prononcer sur la portée du principe et sur son éventuelle capacité à forcer un actionnaire à déposer une offre concurrente. Mais alors que seul le libre jeu était ici en cause, la cour

²⁵⁶⁶ B. GENEVOIS, « Retour sur la motivation des décisions des juridictions suprêmes », in *Mélanges en l'honneur d'Élisabeth Zoller*, Dalloz, 2018, p.667 et s., *spéc.* p.678.

²⁵⁶⁷ CA Paris, 24 juin 1991, *préc.*

²⁵⁶⁸ CA Paris, 13 juill. 1988, *préc.*

²⁵⁶⁹ Tel a été le cas durant l'affaire Schneider-Legrand, où la cour d'appel censura la décision de conformité du Conseil des marchés financiers, au motif que la motivation retenue était insuffisante à démontrer que l'offre déposée respectait bien le principe d'égalité des actionnaires (CA Paris, 3 mai 2001, *préc.*, v. *supra* n°483 et s.).

²⁵⁷⁰ CA Paris, 20 nov. 1991, *préc.*

d'appel fit reposer sa décision sur les principes d'égalité des actionnaires, de loyauté des transactions et de transparence du marché. Pourtant, aucun de ces principes n'était à même de fonder l'assertion de la cour. Seul le libre jeu des offres était susceptible de remplir cet office, ce dont la société requérante avait d'ailleurs pleinement conscience puisque son argumentation reposait justement sur celui-ci. Cette confusion est regrettable en ce qu'elle nuit à l'intelligibilité de la solution rendue. Elle peut toutefois être excusée : bien que le principe de libre jeu n'apparaisse pas aussi clairement que nécessaire, c'est bien son respect qui fut vérifié par la cour²⁵⁷¹. Une pratique identique a pu être observée à l'occasion de l'affaire Veolia Suez. Dans son communiqué du 2 avril 2021, l'AMF visa en bloc les principes de transparence, d'intégrité du marché, de loyauté dans les transactions et de libre jeu avant de dénoncer les pratiques de Suez et du consortium Ardian-GIP. Pourtant, c'était principalement la contrariété des pratiques au libre jeu des offres qui était envisagé, comme l'a d'ailleurs avoué à demi-mot l'autorité de marché dans une communication ultérieure²⁵⁷². Cette pratique, dénoncée à juste titre, est regrettable²⁵⁷³.

856. Il est des cas où le mélange des principes va jusqu'à nuire à leur effectivité. La décision de conformité rendue à l'occasion de l'offre d'Axel Springer sur les titres de Seloger.com en rend compte²⁵⁷⁴. Alors qu'une nette incohérence se dégagait des comportements de l'initiateur, l'autorité de marché considéra que l'offre ne portait pas atteinte aux principes définis par l'article 231-3 du Règlement général, notamment parce qu'elle respectait le libre jeu des offres et l'égalité des actionnaires. Ici, le visa global des principes porta atteinte à l'effectivité du principe de loyauté, seul concerné par les pratiques en cause et dont le respect ne fut pas vérifié. Se référer aux principes comme à un « bloc » peut donc revenir à en solder certains.

857. En outre, invoquer pêle-mêle les principes généraux sème une confusion entre les principes et leur portée respective, ce qui obscurcit le sens des décisions rendues. Le fait que le principe d'intégrité du marché soit régulièrement intégré aux visas des décisions rendues laisse croire qu'il produirait des conséquences inédites en période d'offre. Les développements qui précèdent ont pourtant montré le caractère erroné de cette croyance²⁵⁷⁵.

²⁵⁷¹ V. *supra* n°582.

²⁵⁷² AMF, *Précisions sur le rôle de l'AMF dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, préc.*, p.11.

²⁵⁷³ H. SYNDET, « L'AMF, le juge et le communiqué », *Bull. Joly Bourse* mai 2021, p.1.

²⁵⁷⁴ AMF, déc. n°210C1225, 30 nov. 2010, *préc.*

²⁵⁷⁵ V. *supra* n°667.

858. Évolutions souhaitables. Cette situation n'est pas irréversible. Pour y remédier, il suffirait de mettre en œuvre un contrôle individuel des principes. Cela impliquerait qu'au sein de chaque décision mobilisant les principes, un visa clair du principe en cause apparaisse et qu'il soit directement suivi d'une motivation propre à expliquer pourquoi celui-ci, et celui-ci seulement, est en l'espèce respecté ou bafoué.

II. Les évolutions souhaitables du cadre réglementaire

859. Le caractère perfectible du Règlement général. Les évolutions de la pratique décisionnelle ne sont pas les seules susceptibles de remédier au désaveu des principes. Plusieurs modifications du cadre réglementaire peuvent être envisagées. En effet, les développements qui précèdent ont mis en évidence le caractère parfois inadapté du Règlement général. Alors que l'article 231-3 du RG AMF pose en principes généraux « le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition », la réalité est autre. Si l'égalité, la loyauté et la liberté revêtent bien la qualité de principes généraux des offres²⁵⁷⁶, un principe est omis du répertoire²⁵⁷⁷, tandis que d'autres sont mentionnés sans être propres à la matière²⁵⁷⁸ et qu'une dernière catégorie mérite plutôt la qualification de principes directeurs²⁵⁷⁹. Si l'étude individuelle des principes a contribué à ne plus ignorer ces vérités, le décalage entre les textes et le réel persiste. Or, cette discordance préjudicie à la sécurité juridique des opérateurs et l'effectivité de la réglementation. Comment attendre d'un investisseur qu'il respecte les principes généraux des offres s'ils ne se trouvent pas clairement exprimés ? Comment rendre intelligible la réglementation si le Règlement général continue de mettre sur le même plan le principe général d'égalité de traitement et le principe directeur de transparence ?

860. Annonce. Deux évolutions du cadre réglementaire contribueraient à réduire la divergence entre la lettre du Règlement général et la réalité des principes. La première consisterait à réviser l'article 231-3 du Règlement général (**A**) ; la seconde à élaborer une doctrine propre aux principes généraux (**B**).

²⁵⁷⁶ V. *supra* n°450 et s.

²⁵⁷⁷ V. *supra* n°712 et s.

²⁵⁷⁸ V. *supra* n°660 et s., n°694 et s.

²⁵⁷⁹ V. *supra* n°90 et s.

A. La révision de l'article 231-3 du RG AMF

861. Les imperfections de l'art. 231-3 du RG AMF. La rédaction actuelle de l'article 231-3 du Règlement général comporte trois écueils auxquels il convient de remédier.

En premier lieu, l'article n'opère aucune distinction entre principes généraux et principes directeurs. Pourtant, les développements qui précèdent ont montré que ces principes ne revêtaient ni la même fonction, ni la même portée. Tandis que les principes directeurs encadrent l'habilitation normative de l'AMF, innervent la réglementation et sont dépourvus d'effets directs au contentieux²⁵⁸⁰, les principes généraux constituent des outils de production du droit. Dotés d'un caractère extra-légal, les principes généraux permettent aux autorités de dépasser la lettre des textes et de compléter le système juridique²⁵⁸¹. Parce que ces deux catégories de principes n'évoluent pas sur le même terrain, les rassembler dans un texte unique, sans division apparente, ne peut être que source de confusion. Il serait donc heureux que l'article distingue plus nettement les principes directeurs du reste des principes généraux des offres.

En deuxième lieu, la combinaison des articles 231-3 et 231-7 du RG AMF invite à penser qu'au-delà du triptyque « égalité-liberté-loyauté », l'intérêt social et l'intégrité du marché constitueraient également des principes généraux des offres. La présentation est pourtant trompeuse. Si le respect de l'intérêt social et de l'intégrité du marché constituent bien des principes généraux du droit des sociétés et du droit financier, ils ne sauraient être qualifiés de principes des offres pour autant. Parce qu'ils constituent des impératifs permanents qui s'imposent à toute société qui évolue sur un marché, ils n'ont aucunement besoin d'être mentionnés de nouveau dans un texte pour s'imposer en période d'offre. Le contentieux Veolia Suez a d'ailleurs montré les complications qu'emporte l'allusion à l'intérêt social dans les textes relatifs aux offres publiques²⁵⁸². Il peut en outre sembler discriminatoire de rappeler la nécessité de respecter ces principes tout en omettant de rappeler que les autres principes du droit des contrats ou du droit des sociétés sont aussi susceptibles de s'appliquer durant la période d'offre. Il paraît en conséquence opportun d'effacer de la lettre des articles 231-3 et 231-7 les références à l'intérêt social et à l'intégrité du marché. Pour éviter toute redondance entre ces deux articles, il conviendrait aussi de supprimer la référence au principe d'égalité au sein de l'article 231-7.

²⁵⁸⁰ V. *supra* n°90 et s.

²⁵⁸¹ V. *supra* n°450 et s.

²⁵⁸² V. *supra* n°707 et n°708.

En dernier lieu, la présentation faite à l'article 231-3 apparaît incomplète. En effet, le texte ne mentionne pas l'impératif de sauvetage des sociétés en difficulté, principe embryonnaire des offres dont la réalité ne semble pas discutable²⁵⁸³. Aussi cet impératif mériterait-il de figurer au sein de l'article 231-3 du RG AMF, par exemple au sein d'un second alinéa afin de faire ressortir la fonction correctrice du principe qui vient, lorsque les circonstances le justifient²⁵⁸⁴, assouplir les exigences du Règlement général. Faute de position officielle de l'autorité de marché, la liste exacte des exigences susceptibles d'être aménagées au bénéfice du sauvetage des sociétés en difficulté n'a pas pu être dressée. Il conviendra donc de rester relativement vague quant aux dispositions qui pourront être écartées et attendre qu'une réflexion de place ait lieu sur ce sujet.

862. La rédaction proposée des art. 231-3 et 231-7 du RG AMF. Pour donner corps à l'ensemble des remarques sus-formulées, la nouvelle rédaction des articles pourrait être la suivante :

Art. 231-3 RG AMF : *En vue d'un déroulement ordonné des opérations et afin de servir les objectifs de transparence et de protection des actionnaires, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter les principes de libre jeu des offres et de leurs surenchères, de loyauté dans les transactions et la compétition ainsi que d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres visés par l'offre.*

Lorsqu'une société est en situation avérée de difficulté financière, son sauvetage autorise à déroger aux dispositions prévues au sein du présent titre dans les conditions fixées par l'AMF.

Art. 231-7 RG AMF : *Pendant la période d'offre publique, si le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance des sociétés concernées, décident de prendre une décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, ils en informent l'AMF.*

²⁵⁸³ V. *supra* n°712 et s.

²⁵⁸⁴ Pour des critères qui permettraient de cadrer le jeu du principe v. *supra* n°722 et n°728.

B. L'élaboration d'une doctrine propre aux principes

863. L'intérêt d'une doctrine propre aux principes. Une ultime évolution, cette fois relative à la doctrine de l'AMF, doit encore être envisagée. Aujourd'hui, aucune doctrine officielle du régulateur ne vient préciser la teneur des principes généraux des offres. Pourtant, selon les termes mêmes de l'autorité, sa doctrine permet aux acteurs de marché « de connaître la façon dont le régulateur applique, sous le contrôle des tribunaux, les dispositions législatives et réglementaires concernant les sujets relevant de sa compétence »²⁵⁸⁵. La diffusion de cette doctrine vise, en amont, à prévenir l'existence d'une situation litigieuse et, en aval, à éviter qu'elle ne se rencontre à nouveau. Elle renseigne sur la portée de la réglementation et la manière dont celle-ci est mise en œuvre²⁵⁸⁶. Il est dès lors curieux que l'élaboration d'une doctrine relative aux principes des offres n'ait jamais été à l'ordre du jour, d'autant que la tâche n'apparaît pas impossible. Pour l'accomplir, il suffirait d'établir un document présentant les caractéristiques communes à tous les principes et proposant ensuite l'analyse individuelle de chacun d'entre eux, en rappelant les principales décisions qui s'y rapportent. L'établissement d'une doctrine officielle rapprocherait alors la réglementation française du *Takeover City Code* qui, après chaque « *rule* » générale, précise dans une « *note* » comment celle-ci reçoit concrètement application. Une telle démarche serait également en esprit avec l'action de l'Autorité européenne des marchés financiers, qui a déjà effectué un *public statement* afin de préciser les contours de notions employées au sein de la directive OPA²⁵⁸⁷.

864. Le choix de l'instrument adéquat. Pour formaliser cette doctrine, le choix de l'*instrumentum* adéquat peut s'avérer délicat, tant les outils à la disposition de l'autorité sont nombreux. Outre les instructions et recommandations envisagées par le Code monétaire et financier²⁵⁸⁸, les principes d'organisation et de publication de la doctrine AMF précisent que cette doctrine peut également prendre trois autres formes : le rescrit, la position et la pratique de marché admise²⁵⁸⁹. Si les instruments sont *a priori* nombreux, certains ne peuvent toutefois faire office de guides pour l'interprétation des principes des offres. Il en est ainsi des pratiques de marché admises, qui ne peuvent concerner que les manipulations de marché

²⁵⁸⁵ AMF, *Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF*, oct. 2020.

²⁵⁸⁶ Cela qui explique que le Conseil d'État suggère parfois à l'AMF d'élaborer des lignes directrices afin de préciser la pratique décisionnelle de son organe de sanction (CE, n°422186, 20 mars 2020, *Société Arkea Direct Bank*).

²⁵⁸⁷ ESMA, *Public statement containing information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover bid directive*, préc. ; D. SCHMIDT, « La clarification de l'articulation entre la coopération des investisseurs sur les questions de gouvernance d'entreprise et la notion d'action concertée », préc. ; O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, « Le public statement de l'Autorité européenne des marchés financiers relatif à l'action de concert. Un premier pas vers une clarification du droit des offres publiques obligatoires ? » préc.

²⁵⁸⁸ Art. L.621-6 al.2 Code mon. fin.

²⁵⁸⁹ AMF, *Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF*, préc.

et permettent seulement d’instaurer une présomption de légitimité à l’égard des acteurs qui s’y conforment. Le rescrit et la position doivent également être écartés faute de pouvoir revêtir un caractère suffisamment général pour exprimer les virtualités des principes généraux²⁵⁹⁰. À l’issue de ce premier tri, seuls deux des actes précédemment mentionnés apparaissent susceptibles de faire office de support pour l’élaboration d’une doctrine propre aux principes des offres : l’instruction et la recommandation.

865. L’instruction. Le choix le plus naturel serait de se tourner vers l’instruction, qui permet l’interprétation des dispositions du Règlement général en indiquant leurs modalités d’application et leurs conditions de mise en œuvre. Un obstacle apparaît néanmoins : en principe, une instruction ne peut être prise qu’en application d’une disposition qui y renvoie expressément²⁵⁹¹. Or, s’agissant de la réglementation des offres, les seules instructions prévues concernent le contenu et les modalités de diffusion des informations à délivrer²⁵⁹². En l’état, recourir à l’instruction n’apparaît donc pas possible, sauf à modifier la réglementation en vigueur.

866. La recommandation. La recommandation est une autre option envisageable. Contrairement à l’instruction, la recommandation n’a pas besoin d’être prise en application directe d’une disposition du Règlement général. Particulièrement souple et *a priori* dépourvue de caractère impératif, la recommandation fait partie des actes au travers desquels l’AMF invite les opérateurs à adopter les comportements jugés conformes aux normes qu’elle édicte. En ce qu’elle offre une grande marge de liberté à l’AMF et l’autorise à compléter « la réalisation des principes généraux relevant de son champ de compétence »²⁵⁹³, la recommandation semble constituer l’instrument adéquat pour préciser les conséquences des principes régissant les offres.

Recourir à la recommandation n’est toutefois pas sans inconvénient. Sa souplesse et son absence de régime juridique spécifique s’avèrent, en réalité, à double tranchant. Si cet acte permet de préciser utilement le contenu des règles régissant les offres, son élasticité peut

²⁵⁹⁰ Le rescrit est propre à une opération particulière. Il se prête donc mal au travail de systématisation. Si la position a un champ plus large en ce qu’elle constitue une interprétation des dispositions du Règlement général, elle permet seulement d’indiquer la manière dont l’AMF les applique à des cas individuels, ce qui restreint son utilisation.

²⁵⁹¹ Pour une position plus nuancée v. O. De BAILLIENCOURT, « Quand le non-renvoi d’une QPC vient confirmer le caractère impératif des instructions de l’AMF », *Dr. Soc.* juin 2023, comm. 74, *spéc.* p.29. L’auteur considère que les renvois exprès sont essentiels pour garantir la sécurité juridique mais qu’une instruction pourrait parfaitement être émise en dehors de tout renvoi, sur le seul fondement de l’article L.621-6 al.2 du Code mon. fin.

²⁵⁹² Art. 231-18, 231-19, 231-28, 231-46, 231-51, 237-3 et 238-5 RG AMF.

²⁵⁹³ AMF, *Principes d’organisation et de publication de la doctrine de l’AMF*, *préc.*

aussi aboutir à ce que l'AMF l'emploie hors de sa compétence d'attribution²⁵⁹⁴. En outre, la prétendue absence de force obligatoire de la recommandation a très tôt été mise en doute par la doctrine, qui mit en évidence la pression que cet acte pouvait faire peser sur les opérateurs, contraints plus qu'invités à s'y conformer²⁵⁹⁵. Plusieurs auteurs soulignèrent que les recommandations AMF étaient parfaitement susceptibles de produire des effets juridiques²⁵⁹⁶. Véritables « incarnation[s] de la magistrature morale jouée par les régulateurs »²⁵⁹⁷, les recommandations ont d'ailleurs fini par appeler l'attention des juridictions administratives, qui acceptent désormais d'en contrôler la teneur. Dans un arrêt *Société Fairvesta*, le Conseil d'État a ainsi admis que pouvaient être déférés au juge de l'excès de pouvoir « les avis, recommandations, mises en garde et prises de position adoptés par les autorités de régulation » lorsque ces actes revêtent « le caractère de dispositions générales et impératives ou lorsqu'ils énoncent des prescriptions individuelles dont ces autorités pourraient ultérieurement censurer la méconnaissance » ou lorsqu'ils sont de nature « à produire des effets notables, notamment de nature économique, ou ont pour objet d'influer de manière significative sur les comportements des personnes auxquelles ils s'adressent »²⁵⁹⁸. Dès lors, et malgré les avantages qui s'attachent à la recommandation, recourir à cet instrument pourrait aboutir à créer de nouveaux contentieux.

867. Le recueil des principes directeurs issus de la jurisprudence. Une alternative à l'instruction et à la recommandation consisterait à présenter les principes et les décisions qui s'y rapportent au sein du recueil de jurisprudence de l'AMF. Publié chaque année, ce recueil des « Principes directeurs issus de la jurisprudence » a pour objectif de rassembler les principales interprétations du droit des marchés financiers dégagées par la jurisprudence de la Commission des sanctions et des juridictions de recours²⁵⁹⁹. Bien qu'il ne soit pas qualifié de doctrine officielle, le recueil constitue un outil majeur de communication de l'AMF. Y recourir pour présenter les principes aurait au moins deux avantages : la réédition annuelle

²⁵⁹⁴ A. BALLOT-LÉNA, « Les actes non décisifs de l'AMF. Quand le droit mou s'endurcit », in *Le droit mou, une concurrence faite à la loi ?*, (dir.) E. Claudel et B. Thullier, CEDACE, 2004, spéc. n°17-18. Pour des illustrations de recommandations qui ajoutent au règlement général v. O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, « Le contrôle de légalité des recommandations de l'AMF et de l'ACPR », *Bull. Joly Bourse* déc. 2016, p.543, spéc. n°15.

²⁵⁹⁵ V. déjà N. DECOOPMAN, *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, op cit., p.136-137.

²⁵⁹⁶ P. AIDAN, *Droit des marchés financiers, réflexions sur les sources*, av.-propos F. Demarigny, préf. X. Boucobza, Banque, 2001, spéc. n°79-80 ; F. MARTIN LAPRADE, « L'opposabilité de la doctrine AMF », in *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, op cit., p.693 et s., spéc. p.695, p.696 et p.702.

²⁵⁹⁷ A. MASSON, « La force juridique de la doctrine des autorités de régulation », *Bull. Joly Bourse* mai 2006, p.292 et s., spéc. p.294.

²⁵⁹⁸ CE, n°36082, 21 mars 2016, *Société Fairvesta International GMBH et a* ; *Rev. Soc.* 2016, p.608, note O. Dexant-De Bailliencourt ; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2016, comm. 46, note P. Pailler ; *Dr. Soc.* juin 2016, comm. 108, note R. Vabres.

²⁵⁹⁹ AMF, *Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2020 – Commission des sanctions et juridictions de recours*, p.2.

du recueil offrirait au régulateur la possibilité de préciser régulièrement la portée des principes et son caractère extra-réglementaire éviterait d'alimenter le contentieux.

Si le recueil ne contient aujourd'hui aucune référence à ces derniers, rien ne s'oppose à ce qu'une section relative à ces mêmes principes y figure à l'avenir. Nombre de décisions contenues dans le recueil ont été rendues dans le contexte d'une offre²⁶⁰⁰. Il serait donc curieux de s'opposer à la création d'une section propre aux expressions contentieuses des principes qui régissent cette période.

868. Conclusion de Section. L'ineffectivité partielle des principes généraux n'est pas sans solution. La mise en place d'un contrôle systématique allié au développement d'une motivation enrichie des décisions permettrait d'y remédier partiellement. Pour résorber entièrement l'ineffectivité des principes, ces modifications pourraient s'accompagner de certaines retouches du cadre réglementaire. La réécriture de l'article 231-3 du RG AMF permettrait de mieux rendre compte de la réalité des principes généraux. Enfin, l'introduction d'une doctrine AMF propre aux principes serait conforme aux attentes des praticiens, qui appellent de leurs vœux l'élaboration d'une doctrine financière claire et cohérente²⁶⁰¹. Plusieurs instruments pourraient accueillir cette doctrine. Les atouts et faiblesses de chacun d'eux ont été présentés. Il revient désormais à l'AMF d'arbitrer entre les instruments à sa disposition.

²⁶⁰⁰ V. not. AMF, *Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2020 – Commission des sanctions et juridictions de recours*, p.163 à p.169, p.186, p.187, p.346, p.359, p.371 et p.372.

²⁶⁰¹ E. BOURETZ, R. COEURQUETIN, « La réforme du pouvoir de sanction de l'AMF doit aller plus loin », *Agefi*, 17 déc. 2009 : « il est essentiel qu'une doctrine interne cohérente, qui fasse l'objet d'une communication externe assurant une parfaite lisibilité de celle-ci, soit mise en place. Des dossiers plus ou moins similaires ne font pas l'objet d'un traitement identique pour la simple et bonne raison que l'AMF n'est pas dotée, à ce jour, d'une doctrine satisfaisant à ces exigences ».

869. Conclusion de Chapitre. L'étude des règles qui régissent la mise en œuvre des principes révèle deux aspects contradictoires. Tandis que l'un apparaît en pleine lumière, l'autre se satisfait de l'obscurité. Le premier est propre à l'impérativité des principes généraux. Dotés d'un rang glissant au sein de la hiérarchie des normes, les principes généraux des offres sont une composante de l'ordre public économique. Aussi les autorités usent-elles de critères de contrôle particulièrement élastiques pour s'assurer du respect des principes. Les critères de l'objet et de l'effet des actes permettent ainsi de mettre en œuvre un contrôle objectif, détaché de la volonté des parties et susceptible d'appréhender les conséquences réelles comme potentielles des actes examinés. Si ces critères éloignent la réglementation des offres du rivage du droit commun, des similitudes demeurent néanmoins. La jurisprudence admet ainsi qu'un actionnaire puisse renoncer au bénéfice de l'égalité de traitement. La faculté n'est toutefois pas ouverte pour l'ensemble des principes qui régissent la procédure d'offre. Incompatible avec le caractère unilatéral de la renonciation, abdiquer le bénéfice du libre jeu des offres et de l'exigence de loyauté n'est pas permis.

Au-delà de ce premier aspect, la mise en œuvre des principes en donne à voir un second plus problématique. Bien qu'impératifs, les principes généraux se révèlent partiellement ineffectifs. Qu'il s'agisse du libre jeu, de l'égalité de traitement ou de l'exigence de loyauté, tous apparaissent occasionnellement passés sous silence par les autorités, ce qui nuit à la sécurité juridique. Plusieurs modifications de la pratique décisionnelle de l'AMF et du cadre réglementaire des offres ont donc été proposées. Leur synthèse figure en annexe. Il reste à espérer que la marche générale des principes soit semblable au rythme des saisons, et qu'à la léthargie hivernale succède bientôt un renouveau printanier.

CHAPITRE 3. LES SANCTIONS DES PRINCIPES GÉNÉRAUX

870. Les sanctions prononcées en cas de violation des principes généraux. L'examen du champ d'application et de la mise en œuvre des principes généraux a permis de dégager plusieurs règles d'application communes à l'ensemble de ces principes. Pour terminer cette étude, il reste à se pencher sur les sanctions susceptibles d'être prononcées lorsqu'un manquement aux principes est constaté. Essentielle, c'est par la sanction que les principes prennent vie²⁶⁰². C'est elle qui garantit leur réalisation et qui assure que les commandements qui en découlent ne restent pas lettre morte.

871. La notion de sanction. Largement définie, la sanction se rapporte à l'ensemble des réactions que le droit est en mesure de produire face à la violation d'une norme juridique²⁶⁰³. Mesure de traitement d'une situation illicite présente ou à venir, la sanction vise à rétablir une harmonie, à condamner l'écart entre l'acte réalisé et celui attendu²⁶⁰⁴. Simple à appréhender d'un point de vue fonctionnel, la sanction est pourtant présentée comme un concept ambigu, inutile, voire nocif pour le monde du droit²⁶⁰⁵. La sanction et les multiples formes qu'elle est susceptible de revêtir la rendraient réfractaire à tout effort de systématisation et participeraient à créer « un maquis juridique impénétrable pour le juriste et *a fortiori* pour le justiciable, ce qui ruine toute ambition pédagogique de la sanction, et entame gravement la sécurité juridique »²⁶⁰⁶.

872. Les difficultés liées à l'étude des sanctions en droit des offres. Un tour d'horizon des sanctions prononcées en cas d'atteinte aux principes généraux des offres rend compte de leur diversité. Au fil des ans, la violation des principes généraux a abouti au prononcé de

²⁶⁰² Étymologiquement, le mot latin *sanctio* s'est construit sur le verbe *sancire*, qui signifie « faire que quelque chose devienne *sak*, c'est-à-dire réel » (v. « *sanctio* » in *Dictionnaire étymologique de la langue latine*, (dir.) A. Ernout et A. Meillet, 4^e éd., Klincksieck, 1959 ; L.-A. BARRIERE, « Propos introductifs », in *La sanction*, Colloque du 27 nov. 2003 à l'Université Jean Moulin Lyon 3, L'Harmattan, 2007, p.7 et s., *spéc.* p.10 ; F. ROUMY, « Les origines romano-canoniques du concept moderne de sanction », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *op cit.*, p.3).

²⁶⁰³ C. CHAINAIS, D. FENOUILLET, « Présentation et conclusions de la recherche collective », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *op cit.*, p.XI, *spéc.* n°13 ; A. JEAMMAUD, « La règle de droit comme modèle », *préc.*, n°22 ; D. FOUSSARD, « La sanction et le principe de proportion: éléments pour une problématique », *Justice & Cassation* 2005, p.93 ; Ch. LARROUMET, *Introduction à l'étude du droit privé*, *op cit.*, n°3. Pour une approche plus large, qui consiste à définir la sanction comme « toute norme juridique qui a pour objet la réalisation dans les faits d'une ou plusieurs autres normes, appelées normes de fond » v. L.-M. SAVATIER, *Les sanctions en droit des sociétés*, préf. H. Synvet, LGDJ, 2023, n°15 et s.

²⁶⁰⁴ M. AZAVANT, « La sanction civile en droit des sociétés : ou l'apport du droit commun au droit spécial », *Rev. Soc.* 2003, p.441, *spéc.* n°5.

²⁶⁰⁵ Ch.-A. MORAND, « La sanction », *APD* 1990, p.293 et s., *spéc.* p.312.

²⁶⁰⁶ C. CHAINAIS, D. FENOUILLET, « Présentation et conclusions de la recherche collective », *op cit.*, n°65.

décisions de non-conformité, d'injonctions, d'amendes administratives, à la conclusion d'engagements conditionnant la recevabilité d'une offre, et a même pu conduire le juge à prononcer la nullité de certains accords. Ici comme en droit de la concurrence, la sanction est plurielle, et fait figure d'institution mosaïque difficile à appréhender²⁶⁰⁷. L'étude des sanctions en droit des offres est d'autant plus délicate que l'effectivité partielle des principes aboutit à ce que des manquements demeurent impunis²⁶⁰⁸. Elle est encore compliquée par la discrétion dont fait parfois preuve l'autorité de marché. Préférant le dialogue au bâton, il n'est pas rare que l'AMF prenne contact avec les acteurs afin d'obtenir la modification des pratiques qui contreviennent aux principes plutôt que de les sanctionner publiquement. Ce phénomène, inhérent au processus de régulation, fait naître un certain décalage entre les déclarations officielles et la pratique. Il rend difficilement prévisible l'action du régulateur sur le terrain des sanctions.

873. Annonce. Malgré cette politique de sanction aux aspects brumeux, une cohérence d'ensemble ressort des sanctions prononcées. À l'analyse, les sanctions retenues en cas de violation des principes généraux ne sont pas le fruit d'une casuistique impénétrable. Les sanctions partagent des objectifs communs (**Section 1**), ce qui crée une hiérarchie implicite entre les sanctions disponibles (**Section 2**).

Section 1. Les objectifs des sanctions prononcées

874. Annonce. Si les autorités n'ont jamais déclaré agir en ce sens, l'étude des sanctions prononcées montre qu'elles ont toujours eu pour objectif premier de faire cesser la situation illicite qui heurte l'intégrité des principes (§1). L'AMF et le juge judiciaire font toutefois preuve de mesure dans le choix des sanctions retenues. Loin de recourir systématiquement à la sanction la plus intimidante, les autorités adoptent avant tout celle qui se trouve être la plus adéquate à la situation donnée (§2).

²⁶⁰⁷ E. CLAUDEL, « Les sanctions en droit de la concurrence, La sanction, une institution au cœur de la politique de la concurrence », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *op cit.*, p.425, *spéc.* n°2.

²⁶⁰⁸ V. *supra* n°833.

§1. L'objectif principal de cessation de l'illicite

875. Annonce. Contrairement aux autres branches du droit où la sanction consiste généralement à prononcer une peine ou à réparer le tort causé, la transgression des principes généraux des offres appelle une sanction d'un autre type. Dans ce contexte particulier, la sanction vise à faire cesser le comportement illicite et à le mettre en conformité avec le principe violé (I), ce qui influe sur la désignation du débiteur de l'obligation de cessation de l'illicite (II).

I. La sanction de cessation de l'illicite

876. La notion de sanction-cessation. Classiquement, la sanction se rattache à l'idée de peine et de réparation. Elle condamne le contrevenant ou répare le dommage causé. Il reste qu'à côté de ces deux formes traditionnelles, un troisième type de sanction existe et a pour but de corriger la situation illicite en cours. Mise en lumière par le doyen Roubier²⁶⁰⁹, cette catégorie de sanction a depuis revêtu diverses qualifications : sanction correction²⁶¹⁰, sanction inhibition²⁶¹¹ ou encore sanction injonctive²⁶¹². Ces mesures, qu'il est possible de regrouper sous le vocable de « sanction-cessation », visent toutes à faire cesser l'atteinte à la légalité et à mettre le comportement en cause en conformité avec la règle violée²⁶¹³. Ce faisant, l'objectif de la sanction-cessation n'est pas de réprimer un sujet de droit, mais de rétablir l'ordre légal²⁶¹⁴. Ce type de mesure soigne plus qu'elle ne punit. Elle revêt avant tout un rôle curatif.

²⁶⁰⁹ P. ROUBIER, *Droits subjectifs et situations juridiques*, Dalloz, 1963, n°4, où l'éminent auteur évoquait les sanctions restitutives ayant pour objet de faire cesser l'atteinte et de restituer au titulaire la disposition entière de son droit.

²⁶¹⁰ Th. GÉNICON, « Les sanctions en droit des biens, le règne de la sanction en nature », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *op cit.*, p.205, *spéc.* n°13. On remarquera que l'auteur préfère cette qualification à celle du doyen Roubier afin de marquer la différence avec le mécanisme spécifique des restitutions en droit civil.

²⁶¹¹ F. DEBOISSY, « Le droit des sociétés : l'expérimentation de la panoplie des sanctions », in *Dépénalisation, régulation et renouvellement des sanctions en droit comparé des affaires*, (dir.) B. Saintourens, Litec, 2009, p.71, *spéc.* n°10.

²⁶¹² Y. SERINET, « Le juge et l'illicéité du contrat », in *Le renouveau des sanctions contractuelles*, (dir.) F. Collart-Dutilleul et C. Coulon, *Economica*, 2007, p.85, *spéc.* n°16.

²⁶¹³ C. BLOCH, *La cessation de l'illicite, Recherche sur une fonction méconnue de la responsabilité civile extracontractuelle*, av.-propos Ph. Le Tourneau, préf. R. Bout, Dalloz, 2008, n°4.

²⁶¹⁴ Monsieur Rivero soulignait déjà l'intérêt primordial de cette forme particulière de sanction, ainsi que sa limite pratique : « Les atteintes au droit ne présenteraient, pour son règne, qu'une importance minime, si le juge pouvait, par sa décision souveraine, les effacer, et rétablir l'ordre légal. Sans doute, ce rétablissement demeure enfermé, par la nature des choses, dans certaines limites [...] le juge ne peut ressusciter les morts » (J. RIVERO, « Sanction juridictionnelle et règle de droit », in *Études juridiques offertes à Léon Julliot De La Morandière*, Dalloz, 1964, p.457 et s., *spéc.* p.461).

877. La préférence pour la sanction-cessation en droit des offres. En droit des offres, le prononcé de sanctions en réaction à la violation d'un principe général vise d'abord à faire cesser l'agissement illicite. Dès les premiers temps de la réglementation boursière, les différentes atteintes aux principes ne donnèrent pas lieu au prononcé de condamnations exemplaires qui auraient pourtant assis la légitimité d'un droit des offres encore en construction. Au contraire, les sanctions retenues eurent d'abord pour but de redresser les comportements en cause et de rétablir au plus vite l'intégrité des principes généraux. Ainsi, dans le contentieux OCP²⁶¹⁵, les juges n'attendirent pas que la potentielle atteinte au principe de libre jeu des offres se réalise pour prononcer une amende administrative, mais choisirent de déclarer le projet d'offre irrecevable afin de paralyser, en amont, les pratiques concernées²⁶¹⁶. Le but de la décision d'irrecevabilité est clair : elle vise à neutraliser les actes litigieux afin de redonner toute sa portée au principe en cause²⁶¹⁷. À l'occasion de l'affaire Télémécanique, la Cour d'appel de Paris retint également la mesure permettant de « neutraliser les effets » de l'acte jugé contraire « au déroulement loyal des offres en cours »²⁶¹⁸.

L'approche quantitative des sanctions prononcées dans le contexte d'une offre publique fait ressortir une nette préférence pour la sanction-cessation. En effet, si la transgression des principes a pu donner lieu à des décisions d'irrecevabilité²⁶¹⁹, à la conclusion d'engagements visant à assurer le respect des principes²⁶²⁰, à plusieurs injonctions²⁶²¹ et au prononcé de la nullité de certains actes²⁶²², ces mesures ont d'abord eu pour objectif de mettre fin aux manquements et non de les punir directement. En comparaison, en près d'un demi-siècle, seules deux amendes administratives ont été prononcées en réaction à la violation d'un principe général²⁶²³.

La faveur pour la sanction-cessation a été remarquée en doctrine. Dans sa thèse de doctorat, Madame Anne-Catherine Muller observe ainsi qu'en période d'offre, la fonction même de la sanction est de faire disparaître l'acte dont les conséquences s'avèrent contraires

²⁶¹⁵ V. *supra* n°552 et n°553.

²⁶¹⁶ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

²⁶¹⁷ Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques, op cit.*, n°108.

²⁶¹⁸ CA Paris, 18 mars 1988, *préc.*

²⁶¹⁹ V. *infra* n°894 et s.

²⁶²⁰ V. *infra* n°898 et s.

²⁶²¹ V. *infra* n°912 et s.

²⁶²² V. *infra* n°908 et s.

²⁶²³ V. *infra* n°918 et s.

au principe de liberté des offres²⁶²⁴. Dans leur ouvrage consacré aux offres publiques, Messieurs Thierry Bonneau et Laurent Faugérolas soulignent aussi que la sanction retenue par les autorités boursières vise à « neutraliser » le résultat jugé contraire à ce principe²⁶²⁵. L'observation, exacte s'agissant du libre jeu, vaut tout autant pour les exigences de loyauté et d'égalité. À chaque violation constatée, la mesure choisie ne cherche pas à condamner l'atteinte, mais à l'effacer afin de restaurer l'effectivité des principes transgressés²⁶²⁶.

878. Les justifications de cette préférence. Cette préférence pour la sanction-cessation n'est pas le fruit du hasard. Elle est conforme à la place primordiale qu'occupe la cessation de l'illicite dans le domaine de la régulation économique²⁶²⁷. Comme le relevait Madame Decoopman à propos du pouvoir d'injonction des autorités administratives²⁶²⁸, la régulation a moins pour but de réprimer les comportements déviants, d'autant que la sanction punitive est relativement inefficace sur les marchés²⁶²⁹, que d'assurer le redressement des situations contraires au bon fonctionnement de ces marchés. Évidemment, punir est parfois nécessaire pour assurer la confiance dans le marché²⁶³⁰. Il n'en reste pas moins que le but premier des politiques sectorielles de régulation est d'effacer les pratiques grippant les rouages du marché, en corrigeant les comportements susceptibles de faire obstacle à la mise en œuvre d'une saine concurrence²⁶³¹. Cela se répercute sur les critères retenus pour contrôler le respect des principes généraux. Ces critères se focalisent sur l'effet des actes, et non sur leurs conditions de formation ou sur l'intention de leurs auteurs²⁶³².

²⁶²⁴ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°637.

²⁶²⁵ Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, *op cit.*, n°108-109.

²⁶²⁶ On remarquera que cette orientation se répand en droit des sociétés (M. AZAVANT, « La sanction civile en droit des sociétés : ou l'apport du droit commun au droit spécial », *préc.*, n°34).

²⁶²⁷ G. VINEY, « Cessation de l'illicite et responsabilité civile », in *Mélanges en l'honneur de Gilles Goubeaux*, Dalloz, 2009, p.547 ; C. BLOCH, *La cessation de l'illicite, Recherche sur une fonction méconnue de la responsabilité civile extracontractuelle*, *op cit.*, n°27-27.1.

²⁶²⁸ N. DECOOPMAN, « Le pouvoir d'injonction des autorités administratives indépendantes », *JCP G* 1987, I, 3303, *spéc.* n°12.

²⁶²⁹ F. DRUMMOND, « Les sanctions en droit des marchés financiers. La sanction, instrument de régulation des marchés », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *op cit.*, p.451, *spéc.* n°28.

²⁶³⁰ J.-P. JOUYET, « La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* déc. 2009, p.419.

²⁶³¹ Autorité de la Concurrence, *Rapport annuel 2009*, p.80.

²⁶³² V. *supra* n°815 et s.

II. Le débiteur de l'obligation de cessation de l'illicite

879. L'indifférence de l'imputabilité du manquement dans la désignation du débiteur tenu de faire cesser l'illicéité. Traditionnellement, le système de responsabilité désigne comme débiteur le sujet de droit à qui le fait illicite peut être imputé. Si ce mécanisme d'imputabilité est cohérent lorsque la sanction tend à réparer un préjudice ou à infliger une peine, il l'est beaucoup moins en présence d'une sanction qui entend faire cesser une situation illicite. Dans une telle hypothèse, la connaissance de l'auteur de l'agissement illicite devient accessoire, et la détermination du sujet à même de faire cesser l'illicéité, centrale. Les critères de désignation du débiteur évoluent et le curseur se déplace : la question n'est plus de savoir qui a commis le fait illicite, mais d'identifier qui est actuellement capable de le faire cesser. Cette observation explique que dans un certain nombre de situations, le droit opère une dissociation entre le responsable de l'atteinte et le débiteur de la cessation. La condamnation à faire cesser la situation illicite n'est alors pas prononcée à l'encontre du contrevenant à l'origine de la situation, mais à l'encontre d'un tiers, plus apte à corriger le manquement²⁶³³. Il en est ainsi en matière d'abus de la liberté d'expression, de concurrence déloyale, de constructions irrégulières ou de délits commis sur internet²⁶³⁴.

Qu'en est-il s'agissant des principes régissant les offres ? Les sanctions visant principalement à neutraliser les manquements aux principes, la logique commanderait de transposer ces solutions et de considérer qu'en présence d'une atteinte aux principes généraux, l'origine du manquement n'influe pas sur l'identité du sujet tenu de faire cesser l'illicéité.

880. Les enjeux entourant la désignation du débiteur tenu de faire cesser l'illicéité. De prime abord, la distinction entre l'auteur du manquement et le débiteur tenu de le faire cesser peut apparaître quelque peu théorique. Dans la majorité des cas en effet, il est vrai que l'auteur d'un fait illicite est le mieux placé pour y mettre un terme. Il en est ainsi lorsque l'initiateur d'une offre voit son projet déclaré irrecevable du fait de sa contrariété aux principes généraux. Il reste que dans certaines circonstances, l'acteur le plus à même de faire cesser l'atteinte aux principes ne correspond pas à celui qui en est responsable. Tâchons de l'illustrer à partir de deux situations susceptibles de se présenter. La première serait celle d'un problème technique qui, touchant une entreprise de marché, empêcherait momentanément l'initiateur d'une offre d'exécuter ses ordres au prix fixé par l'offre, et

²⁶³³ G. VINEY, « Cessation de l'illicite et responsabilité civile », *op cit*, p.562.

²⁶³⁴ Pour des illustrations v. C. BLOCH, *La cessation de l'illicite, Recherche sur une fonction méconnue de la responsabilité civile extracontractuelle*, *op cit.*, n°309 et s.

entraînerait par conséquent une rupture d'égalité entre les actionnaires de la société visée. La seconde situation serait celle d'un actionnaire qui viendrait à acquérir la majorité du capital d'une société cotée, se refuserait à déposer une offre, et revendrait par suite son bloc de participations à un tiers. Dans ces deux hypothèses, l'auteur de l'illicéité n'est pas le plus qualifié pour mettre un terme à celle-ci. Dans le premier cas, plutôt que l'entreprise de marché, c'est l'initiateur de l'offre, nullement responsable de la rupture d'égalité, qui sera le mieux en mesure de la corriger, en proposant aux actionnaires lésés la différence entre le prix de cession effectif et la contrepartie retenue dans l'offre. Dans le second, c'est le nouvel acquéreur de la participation majoritaire qui, en lieu et place du cédant, pourra corriger l'atteinte au principe d'égalité en déposant une offre à des conditions équivalentes à celles qui auraient dû être proposées par l'initiateur défaillant.

Dans de telles circonstances, est-il alors envisageable de faire peser l'obligation de faire cesser la situation illicite sur des tiers nullement responsables des manquements aux principes ? À suivre la logique exposée précédemment, la réponse ne peut être que positive. Il reste à la confronter à l'épreuve des faits.

881. Les enseignements de la pratique décisionnelle. Plusieurs enseignements peuvent être tirés de l'offre publique simplifiée déposée par Strategic Corporate Finance sur les titres Proxitec. L'affaire débute le 31 juillet 2008, à la suite de la signature d'un accord ayant pour objet l'acquisition par la société Proximania de la majorité du capital de la société Proxitec. L'acquisition, réalisée le 15 mai 2009 à un prix unitaire de 8,03 euros par action, plaçait le cessionnaire en situation d'offre obligatoire. En application des articles 234-2 et 234-6 du RG AMF, la société Proximania était donc tenue de déposer un projet d'offre à un prix au moins égal au prix fixé pour l'acquisition du bloc. Observant la carence de la société à s'exécuter, l'AMF assigna Proximania devant le Tribunal de grande instance de Paris. Le président du tribunal ordonna à la société Proximania de déposer une offre libellée à des conditions telles qu'elle puisse être déclarée conforme si elle avait été déposée à l'identique le 15 mai 2009, sous peine d'une astreinte de 1500 euros par jour de retard à compter du 61^{ème} jour suivant la signification de l'ordonnance²⁶³⁵. Aucune offre ne fut déposée. Le 6 novembre 2009, l'initiateur défaillant céda la totalité de ses actions à la société Strategic Corporate Finance qui, quelques semaines plus tard, déposa un projet d'offre. Libellé à un prix unitaire de 8,03 euros par action, le projet d'offre fut déclaré conforme par l'AMF le 15 décembre 2009²⁶³⁶. Si la décision de conformité ne revient pas sur les circonstances particulières qui ont entouré l'offre – si ce n'est par une discrète mention des « conditions

²⁶³⁵ TGI Paris, n°09/57269, 16 sept. 2009.

²⁶³⁶ AMF, déc. n°209C1507, 15 déc. 2009, *Proxitec*.

dans lesquelles l'initiateur a acquis sa participation actuelle », le Rapport annuel 2009 de l'AMF est lui plus éclairant. À sa lecture, l'on comprend que l'offre finalement déposée fait office d'offre de substitution et que sa recevabilité était conditionnée à ce que soient proposées « des conditions financières au moins équivalentes à celles qui auraient dû être libellées par l'initiateur défaillant »²⁶³⁷. Pour voir son offre déclarée conforme, la société Strategic Corporate Finance ne devait pas seulement se plier aux exigences qui régissent la procédure d'offre obligatoire, mais était également tenue de rétablir l'égalité de traitement des actionnaires en déposant une offre financièrement équivalente à celle qui aurait dû être déposée par Proximania²⁶³⁸. Dans cette affaire, l'AMF accepta donc de faire peser l'obligation de réparer l'atteinte au principe d'égalité sur un tiers qui ne l'avait pas causé, exprimant ainsi une relative indifférence quant à l'origine du manquement lors de la désignation du débiteur tenu de faire cesser l'illicéité.

882. La Cour d'appel de Paris a également eu l'occasion de préciser que si le principe d'égalité exigeait une équivalence de traitement des destinataires de l'offre, il n'impliquait pas pour autant un débiteur spécifique. Ainsi, lorsque le dépassement du seuil critique de 30 % est le fruit d'une action de concert, le principe d'égalité devant le prix n'impose pas que seul le concertiste à l'origine du dépassement du seuil soit tenu de déposer une offre. Dans cette hypothèse, les autres parties au concert peuvent parfaitement se substituer à lui sans que cette substitution soit pour autant à l'origine d'une rupture de l'égalité de traitement des actionnaires, principe qui s'apprécie exclusivement au regard de la contrepartie offerte et non au regard de l'auteur de l'offre²⁶³⁹. Le principe d'égalité n'est donc pas affaire de personne, mais de finance. On s'étonnera toutefois que dans une telle hypothèse, les concertistes ne soient pas toujours tenus de déposer une offre aux conditions qui se seraient imposées à la partie au concert responsable du franchissement de seuil²⁶⁴⁰.

883. Synthèse. Les hypothèses dans lesquelles les autorités ont été appelées à trancher la question de l'identité du débiteur tenu de faire cesser une situation contraire aux principes sont trop rares pour pouvoir tirer des conclusions définitives sur le sujet. Il reste que dans deux affaires au moins, les autorités ont fait preuve d'une certaine indifférence quant à la qualité du débiteur de l'illicéité. En droit des offres comme dans certains domaines de la

²⁶³⁷ AMF, *Rapport annuel 2009*, p.144.

²⁶³⁸ On remarquera qu'en présence d'une société cible en difficulté financière, l'AMF ne se montre pas toujours aussi exigeante, v. *supra* n°735.

²⁶³⁹ CA Paris, n°2012/08324, 27 juin 2013 ; *Rev. dr. banc. et fin.* mars 2014, comm. 76, note D. Martin et G. Giuliani ; conf. Cass. Com., n°13-21.715, 25 nov. 2014, *préc.*

²⁶⁴⁰ S. TORCK, « Offre publique obligatoire d'ICADE sur SILIC : quelques propos dissidents au sujet de l'arrêt de la Chambre commerciale du 25 novembre 2014 », *Dr. Soc.* mars 2015, comm. 54, *spéc.* p.34.

responsabilité civile, l'importance accordée à la volonté de faire cesser l'illicite semble donc avoir pour conséquence de ne pas toujours faire peser la dette de cessation sur l'agent responsable de la violation de la norme²⁶⁴¹.

§2. L'objectif complémentaire d'adéquation des sanctions

884. L'adéquation des sanctions prononcées. L'objectif de cessation de la situation contraire aux principes généraux des offres n'est pas poursuivi aveuglément. Loin de retenir une sanction abstraite, générale et identique à chaque espèce, les autorités optent, dans chaque hypothèse rencontrée, pour la sanction la plus à même de faire cesser le tort causé. La préférence générale pour la sanction-cessation s'accompagne ainsi d'un choix réfléchi entre les différentes mesures disponibles. Cette logique d'adéquation de la mesure à la finalité poursuivie n'est pas propre au droit des offres. Elle illustre l'orientation générale du droit des sanctions contemporain²⁶⁴². Laissant une marge de liberté grandissante aux autorités chargées d'appliquer le droit, le législateur propose un éventail de sanctions plus qu'il ne les impose. Suivant cette même logique, l'AMF recherche, à partir des sanctions à sa disposition, dans chaque situation donnée, la mesure à la fois la plus efficace pour faire cesser l'atteinte et la mieux proportionnée au but recherché. C'est ce qu'il convient d'illustrer.

885. Le choix d'une sanction proportionnée. La sanction adéquate est d'abord celle qui s'avère proportionnée à son objet et strictement adaptée à son but²⁶⁴³. Une fois le comportement illicite identifié, les autorités cherchent avant tout à prononcer une sanction équilibrée, c'est-à-dire celle qui permettra de restaurer l'intégrité du principe violé sans attenter outre mesure à la liberté des acteurs. Cette orientation s'est traduite par un changement dans le choix des mesures prononcées. Alors que par le passé, les autorités n'hésitaient pas à déclarer irrecevable une offre contraire au libre jeu²⁶⁴⁴, à l'exigence de loyauté²⁶⁴⁵ ou à l'égalité des actionnaires²⁶⁴⁶, les déclarations d'irrecevabilité se sont faites plus rares depuis une vingtaine d'années. Cette diminution s'explique par la conclusion d'engagements entre les initiateurs et l'AMF. Il arrive en effet que le régulateur obtienne des

²⁶⁴¹ C. BLOCH, *La cessation de l'illicite, Recherche sur une fonction méconnue de la responsabilité civile extracontractuelle*, *op cit.*, n°333.

²⁶⁴² G. CORNU, *Introduction au droit*, 13^e éd., LGDJ, 2007, *spéc.* n°20 ; C. CHAINAIS, D. FENOUILLET, « Présentation et conclusions de la recherche collective », *op cit.*, n°55.

²⁶⁴³ V. « adéquat » in *Le Robert illustré*, 2018.

²⁶⁴⁴ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

²⁶⁴⁵ CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *préc.*

²⁶⁴⁶ CA Paris, 3 mai 2001, *préc.*

initiateurs qu'ils renoncent aux pratiques susceptibles de contrarier les principes généraux, et ce avant même l'examen de la recevabilité de l'offre. Ce faisant, l'autorité désamorce l'atteinte sans paralyser l'opération qui, expurgée de son caractère illicite, peut être déclarée conforme à la réglementation des offres. Plus équilibrée que le prononcé d'une décision de non-conformité, la pratique des engagements permet de désactiver la situation illicite tout en contrariant le moins possible la situation des initiateurs. Le phénomène est toutefois difficilement quantifiable, l'autorité communiquant peu sur le sujet²⁶⁴⁷.

886. Le choix d'une sanction efficace. Outre l'exigence de proportionnalité, opter pour une sanction adéquate implique de retenir une mesure efficace. L'efficacité s'apprécie au regard de la capacité de la mesure choisie à atteindre l'effet attendu. Ce souci d'efficacité explique la préférence contemporaine pour les mesures auxiliaires et les sanctions préventives²⁶⁴⁸. Il s'exprime de la même façon en droit des offres. En effet, la politique de sanction des autorités chargées d'assurer la surveillance du marché favorise très largement l'adoption de sanctions préventives, qui permettent de neutraliser les entorses aux principes avant même qu'elles ne se réalisent.

En pratique, le nombre de décisions d'irrecevabilité d'une offre se révèle supérieur aux mesures d'injonctions, qui laissent temporairement perdurer l'atteinte, ainsi qu'aux amendes infligées, qui ne répriment le manquement qu'après sa réalisation. Le régulateur préfère neutraliser *ex ante* toute atteinte potentielle au respect des principes, plutôt qu'intervenir *ex post*, une fois la transgression réalisée. Bien évidemment, les deux types de sanctions peuvent se cumuler. Ainsi, dans l'offre formulée par Prologue sur les titres O2i, la violation des principes généraux des offres donna lieu à une décision d'irrecevabilité²⁶⁴⁹ puis au prononcé d'une amende administrative²⁶⁵⁰.

Il reste que pour des raisons d'efficacité, la prévention est toujours privilégiée. L'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris à l'occasion du projet d'offre sur les titres OCP en témoigne. En l'espèce, l'offre formulée par Gehe AC avait été déclarée conforme par le Conseil des bourses de valeurs alors même que l'autorité considérait que certains accords conclus avec l'initiateur étaient susceptibles de heurter le principe de libre jeu si les mêmes avantages n'étaient pas consentis aux initiateurs d'offres concurrentes. Se refusant à déclarer l'offre irrecevable pour autant, le CBV déclara le projet conforme à la réglementation des

²⁶⁴⁷ Pour des illustrations v. *infra* n°898 et s.

²⁶⁴⁸ C. CHAINAIS, D. FENOUILLET, « Présentation et conclusions de la recherche collective », *op cit.*, n°56.

²⁶⁴⁹ AMF, déc. n° 215C0390, 2 avr. 2015, *préc.*

²⁶⁵⁰ CA Paris, 22 avr. 2021, *préc.*

offres, en espérant certainement que dans l'hypothèse où une offre concurrente viendrait à être déposée, un même avantage serait consenti au nouvel initiateur et que dans l'hypothèse contraire, la COB userait de son pouvoir d'injonction indirecte, ou lancerait une procédure de sanction administrative. La Cour d'appel de Paris ne fit pas preuve de la même tolérance et refusa toute incertitude autour du respect du principe de libre jeu. Elle annula en conséquence la décision de conformité. Faute d'être assurée que les accords conclus au profit de l'initiateur bénéficient également aux éventuels initiateurs concurrents, la cour retint la seule sanction permettant de protéger efficacement l'intégrité du libre jeu des offres et des surenchères. Elle neutralisa *ex ante* les effets des accords litigieux.

887. Les risques et bénéfices attachés au choix d'une sanction adéquate. Écho du pragmatisme de l'autorité de marché, le choix de la sanction reflète une certaine mesure. Cette mesure n'est pas propre au droit des offres, mais irrigue plus largement le renouvellement des sanctions en droit des sociétés²⁶⁵¹, mouvement auquel le législateur européen n'est d'ailleurs pas insensible puisqu'il exige des États membres qu'ils adoptent des mesures « effectives, proportionnées et dissuasives »²⁶⁵². Le choix d'une sanction adéquate a toutefois ses revers. Retenir une sanction taillée pour chaque situation donnée revient à la rendre versatile. Or, cette particularisation de la sanction et les contradictions susceptibles d'en découler emportent un risque pour la sécurité juridique des participants à une offre publique.

888. Conclusion de Section. En droit des offres, le choix des sanctions prononcées en réaction à la violation d'un principe répond à un double objectif : faire cesser la situation d'illicéité et retenir à cette fin la mesure la plus adéquate. Ces objectifs influent sur les règles d'application communes aux principes généraux à deux niveaux. Ils justifient d'abord l'indifférence attachée à l'auteur du manquement dans la désignation du débiteur tenu de faire cesser l'illicéité. Ils expliquent ensuite la pluralité de sanctions susceptibles d'être prononcées en cas de manquement aux principes. Cette diversité de sanctions n'emporte toutefois qu'une insécurité relative. Une hiérarchie entre les sanctions disponibles ressort en effet du contentieux des offres.

²⁶⁵¹ F. DEBOISSY, « Le droit des sociétés : l'expérimentation de la panoplie des sanctions », *op cit.*, n°7.

²⁶⁵² V. not. art. 28 Dir. 2013/50/UE, *préc.* ; art. 70 Dir. 2014/65/UE du 15 mai 2014 *concernant les marchés d'instruments financiers* ; art. 38 Règl. 2017/1129/UE du 14 juin 2017 *concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé*. Cette clause de style est à l'origine issue d'un arrêt de la Cour de Justice (CJCE, C-68/88, 21 sept. 1989, *Commission c/ République Hellénique*, n°24).

Section 2. La hiérarchie des sanctions disponibles

889. L'intérêt des réflexions doctrinales antérieures. Si l'idée d'une hiérarchie entre les sanctions retenues en réaction à la violation des principes est peu évoquée en doctrine, elle n'est pas nouvelle pour autant²⁶⁵³. Une première gradation dans l'échelle des sanctions disponibles a été esquissée dans la thèse de Monsieur Martin Tomasi. Tâchant d'expliquer pourquoi la violation du principe de libre jeu pouvait mener aussi bien à une déclaration d'irrecevabilité qu'à la nullité de certains accords, l'auteur distingue deux situations. Dans la première, les circonstances permettent encore de neutraliser en amont l'atteinte au principe. Il convient dès lors de sanctionner la transgression en déclarant l'offre non conforme. Dans la seconde, le contrôle préventif n'est plus possible et l'atteinte est d'ores et déjà réalisée. L'auteur considère alors qu'à défaut de prévention possible, les autorités n'ont d'autre choix que de se rabattre sur d'autres sanctions, comme la nullité²⁶⁵⁴. Ce raisonnement, en ce qu'il fait prévaloir la décision de non-conformité sur les autres mesures envisageables, contient, en germe, l'idée d'une hiérarchie entre les sanctions disponibles. Quelques années plus tard, la réflexion est prolongée par Madame Anne-Catherine Muller qui opère une distinction selon que l'acte illicite a ou non déjà produit des conséquences contraires au principe de libre jeu. Lorsque tel n'est pas encore le cas, effacer l'existence de l'acte suffit, et la décision de non-conformité constitue la sanction la plus adéquate²⁶⁵⁵. *A contrario*, lorsque l'acte a d'ores et déjà produit ses conséquences, seule son annulation est à même de neutraliser l'atteinte causée²⁶⁵⁶. Ces remarques sont à la fois conformes à la logique de sanction-cessation et à l'objectif d'efficacité précédemment mis en évidence.

890. Limites de ces réflexions. Visionnaires, ces réflexions sont toutefois circonscrites au seul principe de libre jeu des offres, et n'envisagent que l'alternative entre le prononcé de la nullité et le rendu d'une décision de non-conformité. Pourtant, rien n'apparaît justifier un tel cantonnement : les sanctions disponibles sont bien plus nombreuses et s'appliquent autant au principe de libre jeu qu'aux autres principes généraux.

891. Annonce. Une étude plus générale doit être opérée en compilant les diverses sanctions retenues en réaction à un manquement aux principes. De cette compilation se dégage une hiérarchie informelle entre les sanctions disponibles, qui aboutit à faire prévaloir

²⁶⁵³ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers : aspects juridiques*, *op cit.*, n°425 et s. ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°639 et s.

²⁶⁵⁴ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers : aspects juridiques*, *op cit.*, n°425 et s.

²⁶⁵⁵ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°639.

²⁶⁵⁶ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°639 bis.

les sanctions préventives (§1) sur celles correctives et répressives, toutes deux subsidiaires (§2).

§1. La prévalence des sanctions préventives

892. La notion de sanction préventive. Définie *lato sensu*, la notion de sanction enveloppe toute mesure de traitement d'une illicéité, présente ou à venir²⁶⁵⁷. Ce faisant, la notion englobe les sanctions dites préventives²⁶⁵⁸, c'est-à-dire celles qui ont pour objet d'éviter qu'une atteinte à la norme protégée ne se réalise²⁶⁵⁹. Départies des inconvénients de la sanction *a posteriori*, ces sanctions se révèlent particulièrement efficaces en ce qu'elles constituent la forme la plus parfaite de suppression de l'illicite. Aussi tendent-elles à fleurir dans toutes les branches du droit²⁶⁶⁰. Pour jouer, les sanctions préventives supposent néanmoins la réunion de circonstances factuelles et temporelles peu communes : elles exigent à la fois la connaissance du projet illicite et son absence de réalisation avant la saisine de l'autorité chargée de se prononcer sur ce projet²⁶⁶¹. Mais si ces éléments sont rarement réunis devant le juge judiciaire, ils se retrouvent souvent dans le contexte d'une offre publique. L'autorité des marchés financiers ayant à connaître de tout projet d'offre avant sa mise en œuvre effective, la nécessaire obtention de l'aval de l'autorité permet de neutraliser les situations éventuellement contraires aux principes avant leur réalisation.

893. Annonce. Quantitativement supérieure à toute autre, la déclaration de non-conformité apparaît ainsi comme la sanction naturelle de la violation des principes généraux (I). À côté d'elle, une seconde se développe : elle consiste en la conclusion d'engagements entre les initiateurs et l'autorité de marché (II).

²⁶⁵⁷ V. *supra* n°871.

²⁶⁵⁸ G. CORNU, *Introduction au droit, op cit.*, n°20, qui utilise l'expression de sanctions préventives par opposition à celles répressives ; adde M.-A. FRISON-ROCHE, « La responsabilité *ex ante*, pilier du droit de la compliance », D.2022, p.621.

²⁶⁵⁹ C. OUERDANE-AUBERT De VINCELLES, *Altération du consentement et efficacité des sanctions contractuelles*, préf. Y. Lequette, Dalloz, 2002, n°550.

²⁶⁶⁰ C. CHAINAIS, D. FENOUILLET, « Présentation et conclusions de la recherche collective », *op cit.*, n°56.

²⁶⁶¹ C. BLOCH, *La cessation de l'illicite, Recherche sur une fonction méconnue de la responsabilité civile extracontractuelle, op cit.*, n°288-1.

I. Les décisions de non-conformité

894. La prééminence de la décision de non-conformité comme mesure de sanction.

En conditionnant la recevabilité des offres à l'obtention d'une décision de conformité, le législateur confère à l'autorité un pouvoir négatif de sanction²⁶⁶². Simple à déployer, cette sanction refus ouvre à l'AMF la faculté de désamorcer l'atteinte aux principes avant qu'elle n'affecte le marché. Conforme à l'objectif de cessation de l'illicite, la mesure neutralise le manquement avant sa réalisation effective. Bien que la tendance soit à la baisse, la décision de non-conformité demeure, dans la courte histoire du droit des offres, la réaction la plus récurrente à la violation des principes. Elle permet de paralyser des pratiques contraires au libre jeu²⁶⁶³, à l'exigence de loyauté²⁶⁶⁴ et à l'égalité des actionnaires²⁶⁶⁵.

895. Une mesure efficace. Simple à mettre en œuvre, la décision de non-conformité d'une offre s'avère doublement efficace. Elle l'est d'abord en ce qu'elle assure la parfaite neutralisation de l'atteinte tout en préservant, en façade, la liberté contractuelle des opérateurs²⁶⁶⁶. En effet, si le régulateur ne dispose pas du pouvoir d'apprécier la régularité d'un acte au regard du droit des contrats, la décision de non-conformité permet néanmoins d'en effacer entièrement les conséquences en droit des offres, ce qui n'est pas sans rappeler les effets de la nullité, dont le prononcé aboutit à l'anéantissement de l'acte²⁶⁶⁷. Cette sanction est également efficace en ce qu'elle supprime la contrariété aux principes des dispositions internes au projet d'offre, mais également de celles contenues dans des actes connexes. Ainsi, dans le cadre de l'offre sur la société OCP, l'annulation de la décision de conformité permet d'atteindre des conventions contraires au libre jeu qui, bien que juridiquement distinctes du projet d'offre, étaient pensées en considération de celui-ci²⁶⁶⁸. La décision de non-conformité peut ainsi faire office de sanction ricochet²⁶⁶⁹.

896. Une mesure dissuasive. Le risque de se voir opposer une décision de non-conformité s'avère en outre extrêmement dissuasif. Parce qu'elle entraîne l'échec du projet en son entier, la mesure pousse les acteurs à anticiper l'éventuelle contrariété de leurs actes

²⁶⁶² L. GROSCLAUDE, *Le renouvellement des sanctions en droit des sociétés*, (dir.) P. Le Cannu, Paris I, 1997, spéc. p.381.

²⁶⁶³ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

²⁶⁶⁴ AMF, déc. n°207C1202, 26 juin 2007, *préc.* ; n°215C0390, 2 avr. 2015, *préc.*

²⁶⁶⁵ CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *préc.*, ; 3 mai 2001, *préc.*

²⁶⁶⁶ Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, *op cit.*, n°107 ; A. VIANDIER, « Critère de la recevabilité d'une offre publique d'achat », *préc.*, n°14.

²⁶⁶⁷ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers, aspects juridiques*, *op cit.*, n°429.

²⁶⁶⁸ CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *préc.*

²⁶⁶⁹ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°638 bis.

aux principes généraux. Elle répond en cela aux effets attendus d'une sanction qui, pour être efficace, doit être d'une nature et d'une étendue telle que les acteurs préfèrent en éviter le déclenchement²⁶⁷⁰. Une autre mesure, parfois jugée plus adéquate, tend néanmoins à lui faire concurrence.

II. La pratique des engagements

897. La contractualisation de la régulation. La contractualisation de la régulation naît dans le domaine des engagements professionnels de stabilisation des prix²⁶⁷¹, puis se développe en droit des concentrations²⁶⁷². Les autorités nationales et européennes conditionnèrent très tôt, parfois sans base légale, leurs autorisations à la prise d'engagements pour prévenir les atteintes à la concurrence²⁶⁷³. Ayant peu à voir avec la conception traditionnelle du contrat, ces engagements entraînent avec eux une large part de commandement²⁶⁷⁴. Ils présentent la nature d'un acte unilatéral au contenu négocié, rendu obligatoire par la volonté de l'autorité administrative²⁶⁷⁵.

Face au succès de la pratique, les engagements connurent un net développement dans l'ensemble des domaines du droit de la concurrence²⁶⁷⁶. Entraînant avec elle un changement de paradigme dans l'intervention administrative, la technique des engagements ne tarda pas à devenir un réel instrument d'organisation de l'économie²⁶⁷⁷, à tel point qu'elle se diffuse

²⁶⁷⁰ C. CHAINAIS, D. FENOUILLET, « Présentation et conclusions de la recherche collective », *op cit.*, n°76.

²⁶⁷¹ Art. 59 ord. n°45-1483 du 30 juin 1945 *relative aux prix*, JO 8 juill. 1945, p.4150.

²⁶⁷² O d'ORMESSON, S. KERJEAN, « Le développement de la pratique des engagements en matière de contrôle communautaire des concentrations », *RTD Eur.* 1998, p.479 ; L. IDOT, C. MOMÈGE, « Le rôle clef des engagements en matière de contrôle des concentrations : réflexions sur l'évolution de la pratique », *RLDA* avr. 2001, supp., n°37 ; A. PERROT, « Le modèle du contrat dans les nouvelles conceptions des régulations économiques », in *Les engagements dans les systèmes de régulation*, (dir.) M.-A. Frison-Roche, Science Po Dalloz, 2006, p.151, *spéc.* n°294 ; F. BLANC, *Les engagements dans le droit français des concentrations*, préf. Y. Gaudemet, LGDJ, 2015.

²⁶⁷³ O d'ORMESSON, S. KERJEAN, « Le développement de la pratique des engagements en matière de contrôle communautaire des concentrations », *préc.*, p.481.

²⁶⁷⁴ J. CHEVALLIER, « Le modèle politique du contrat dans les nouvelles conceptions des régulations économiques », in *Les engagements dans les systèmes de régulation*, *op cit.*, p.143, *spéc.* n°275 ; Autorité de la Concurrence, *Rapport annuel 2009*, p.103.

²⁶⁷⁵ Autorité de la Concurrence, *Les engagements comportementaux*, La documentation française, 2020, p.15.

²⁶⁷⁶ A. PERROT, « Le modèle du contrat dans les nouvelles conceptions des régulations économiques », *op cit.*, n°301.

²⁶⁷⁷ F. BLANC, *Les engagements dans le droit français des concentrations*, *op cit.*, n°1083-1084.

désormais auprès des autres autorités sectorielles²⁶⁷⁸, ce qui explique que l'AMF n'ait pas échappé à ce mouvement de contractualisation²⁶⁷⁹.

898. La contractualisation en droit des offres. Aux côtés de la décision de conformité et de la sanction négative qui s'y attache, le contrôle opéré par l'Autorité de marché laisse apparaître une seconde mesure qui vise à prévenir l'atteinte aux principes généraux. L'examen de la documentation diffusée par l'AMF révèle en effet que le régulateur tend de plus en plus à obtenir des initiateurs qu'ils corrigent d'eux-mêmes leurs pratiques avant le lancement d'une offre.

899. Cette tendance s'est d'abord manifestée à l'occasion des demandes de dérogation à l'obligation de déposer une offre. Il arrive en effet qu'une dérogation soit accordée en considération d'engagements pris par les demandeurs²⁶⁸⁰. Mise en lumière dans le rapport annuel AMF de 2007, la pratique constitue certainement l'expression la plus saillante des engagements pris dans le cadre des offres publiques²⁶⁸¹. Elle n'est pourtant pas la seule. L'AMF a également recours aux engagements afin de prévenir et d'effacer la contrariété de certains agissements aux principes généraux. Durant la période d'examen de la recevabilité du projet d'offre, il n'est pas rare que l'autorité obtienne des initiateurs qu'ils modifient leurs offres ou les accords qui les accompagnent lorsqu'elle les estime susceptibles de violer les exigences d'égalité, de liberté ou de loyauté.

900. À la lecture des rapports annuels de l'autorité, il semble que la technique ait été utilisée à deux reprises en 1994 pour obtenir que des opérateurs renoncent à des pratiques contraires aux principes généraux. Dans la première affaire, l'engagement visait à rétablir le libre jeu des offres. La COB avait à connaître du projet d'offre de la société Zuber Laederich sur la société Schaeffer. Elle observa que l'initiateur disposait de plusieurs promesses de cession d'actions et d'un droit de préemption issu d'un pacte d'actionnaires signé préalablement au dépôt de son offre. Considérant que ces actes étaient de nature à porter atteinte au libre jeu et au succès d'une offre concurrente, l'autorité obtint de l'initiateur qu'il renonce au bénéfice des promesses de vente et prenne l'engagement de ne pas se prévaloir

²⁶⁷⁸ V. par ex. la matière bancaire où l'ACPR peut conditionner les agréments qu'elle délivre à la prise d'engagements par les demandeurs (art. L.511-10 III et L.532-3 Code mon. fin.).

²⁶⁷⁹ F. MARTIN LAPRADE, « La contractualisation de la répression exercée par le régulateur » in *Les engagements dans les systèmes de régulation*, *op cit.*, p.197, spéc. n°358.

²⁶⁸⁰ V. not. CMF, déc. n°201C1455, 12 déc. 2001, *Gécina* ; AMF, déc. n°204C1305, 2 nov. 2004, *Prosodié* ; déc. n°207C0548, 23 mars 2007, *Lectra* ; déc. n°211C1904, 19 oct. 2011, *préc.* ; déc. n°212C0435, 23 mars 2012, *préc.* ; déc. n°212C0448, 30 mars 2012, *Linedata Services* ; déc. n°213C0061, 16 janv. 2013, *préc.* ; déc. n°213C0064 17 janv. 2013, *Orchestra Prémaman* ; déc. n°214C0577, 16 avr. 2014, *Orolia*.

²⁶⁸¹ AMF, *Rapport Annuel 2007*, p.128.

du droit de préemption dont il bénéficiait²⁶⁸². L'atteinte au principe neutralisée, le projet déposé fut déclaré conforme à la réglementation. Dans la seconde affaire, l'engagement eut pour but d'assurer l'égalité de traitement des actionnaires dans le contexte des offres déposées sur les actions des sociétés Financière Agache et Bon Marché. Un pacte d'actionnaires portant sur les titres de la Financière Agache avait été conclu entre l'initiateur et certaines sociétés du groupe Lazard. Au terme de cet accord, il était prévu que les actions visées par l'offre et détenues par le groupe Lazard ne seraient pas apportées à l'offre et qu'elles feraient l'objet d'un droit de préemption unilatéral au bénéfice de l'initiateur. En contrepartie, une option d'échange pouvait, en cas de radiation des actions de Financières Agache, être exercée à l'initiative du groupe Lazard. Souhaitant neutraliser la rupture d'égalité entre les actionnaires de la Financière Agache qui était susceptible de résulter de cet accord, la COB obtint de la société initiatrice qu'elle s'engage « à ne pas faire bénéficier les sociétés du groupe Lazard de conditions supérieures à celles de l'offre si le droit de préemption était mis en œuvre »²⁶⁸³.

La COB eut recours au même procédé deux ans plus tard. À l'occasion de la revue des offres publiques déposées au cours de l'année 1996, la Commission précisa être intervenue afin de « faire amender » certaines clauses considérées comme « contraire[s] au principe du libre jeu des offres et des surenchères »²⁶⁸⁴. Si la formule se veut plus discrète, les acteurs concernés n'étant plus mentionnés, la démarche est identique. Elle vise toujours à expurger les actes de leur contrariété aux principes généraux tout en évitant de faire obstacle à la réalisation de l'opération projetée.

On trouve également trace de la pratique au sein du rapport annuel de 2012. À l'occasion de l'examen de l'offre formulée sur la société CFAO, l'AMF considéra qu'un accord conclu entre l'initiateur et l'un des actionnaires de CFAO était susceptible de contrarier le principe d'égalité, faute pour l'initiateur d'avoir prévu les mêmes conditions au bénéfice des autres actionnaires de la cible. L'AMF obtint de l'initiateur qu'il « s'engage »²⁶⁸⁵ à en neutraliser les effets, ce qui permit de désamorcer les atteintes au principe d'égalité tout en évitant d'enrayer la réalisation de l'offre publique.

901. Il arrive enfin que la technique figure au sein des notes d'information qui accompagnent les projets d'offres. Ainsi, alors que la société Rainbow Holding, initiatrice

²⁶⁸² COB, *Rapport annuel* 1994, p.192.

²⁶⁸³ COB, *Rapport annuel* 1994, p.193.

²⁶⁸⁴ COB, *Rapport annuel* 1996, p.114.

²⁶⁸⁵ AMF, *Rapport annuel* 2012, p.103.

d'une offre obligatoire sur les titres Microwave, était contractuellement tenue de verser aux cédants du bloc de contrôle un complément de prix dans l'hypothèse où elle déposerait dans les douze mois une offre à un prix supérieur au prix d'acquisition du bloc, elle précisa s'engager à ne pas déposer de nouvelle offre à un prix plus élevé, de sorte qu'aucun complément de prix ne puisse être dû²⁶⁸⁶. L'égalité de traitement des actionnaires se trouva rétablie par cette promesse²⁶⁸⁷. La même précision apparaît dans la note d'information qui accompagne l'offre déposée sur l'Olympe Lyonnais²⁶⁸⁸. Il est douteux que ces acteurs soient revenus sur leurs engagements contractuels sans y avoir été incités par l'AMF.

902. Les avantages de cette contractualisation. Malgré son caractère souvent informel, la pratique des engagements offre un certain nombre d'avantages en comparaison de l'autre sanction préventive que constitue la décision de non-conformité. Substituée à la décision de non-conformité, la pratique des engagements autorise l'AMF à circonscrire son action au strict nécessaire. L'engagement ne fait ainsi pas obstacle à la réalisation de l'opération envisagée et assure ainsi une meilleure prise en considération des intérêts du marché²⁶⁸⁹. En neutralisant la seule pratique jugée dommageable, l'engagement permet de préférer la microchirurgie à l'intervention générale.

903. La problématique des manquements aux engagements souscrits. La banalisation de cette pratique dans le contexte des offres invite à s'interroger sur les éventuels manquements aux engagements souscrits. Si l'hypothèse ne s'est encore jamais présentée, elle est pourtant tout à fait concevable. Comment traiter alors l'initiateur d'une offre déclarée conforme en considération de plusieurs engagements, et qui, une fois la décision de conformité obtenue, violerait les engagements souscrits ? Un raisonnement par analogie, à partir des dérogations consenties sur le terrain de l'article 234-5 du RG AMF, fournit quelques pistes de réflexion. En matière de dérogation à l'obligation de déposer une offre, le principe est simple : le non-respect des engagements en considération desquels la dérogation a été obtenue entraîne la caducité de celle-ci²⁶⁹⁰. L'actionnaire initialement excusé est alors tenu de déposer une offre²⁶⁹¹.

²⁶⁸⁶ Rainbow Holding, *Projet de note d'information*, 29 janv. 2021, *spéc.* p.7.

²⁶⁸⁷ V. *supra* n°475.

²⁶⁸⁸ AMF, déc. 223C1125, 18 juill. 2023, *préc.* ; Eagle Football Holdings Bidco Ltd, *Note d'information*, 18 juill. 2023, p.24.

²⁶⁸⁹ P. KIPIANI, « Les engagements : vers un droit négocié en matière de pratiques anticoncurrentielles », CCC déc. 2010, ét. 13, *spéc.* n°3.

²⁶⁹⁰ Art. 234-10 al.3 RG AMF. Pour une illustration v. CMF, déc. n°198C0888, 24 sept. 1998, *préc.*

²⁶⁹¹ A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.* n°1756 ; D. MARTIN, B. COURTEAULT, « Les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique sur une société cotée », *préc.*, p.92.

904. Dans le contexte d'une décision de conformité, il faudrait alors considérer qu'un manquement aux engagements souscrits entraînerait la caducité de la décision rendue. L'offre valable ne le serait alors plus, ce qui, par ricochet, provoquerait l'anéantissement de toute la procédure. Cette solution est toutefois impraticable dans certaines hypothèses. Si opter pour la caducité est concevable lorsque l'irrespect des engagements est constaté suffisamment tôt, cela ne l'est plus une fois que les ordres d'apports à l'offre ont cessé d'être révocables. Dans cette dernière situation, prononcer la caducité de l'offre n'est pas envisageable : la sécurité des opérations et l'anonymat des transactions y feraient obstacle²⁶⁹². Les conséquences du non-respect des engagements pris au moment de la recevabilité de l'offre doivent donc être distinguées selon la nature de l'offre et son avancée. En présence d'une offre qui suit la procédure normale, où les ordres sont révocables et centralisés, la caducité de la décision est envisageable jusqu'à la clôture de l'offre, l'opération de règlement-livraison des titres n'intervenant pas avant celle-ci²⁶⁹³. *A contrario* et sauf exception, une offre déposée via la procédure simplifiée ne donne pas lieu à centralisation et le règlement-livraison est opéré avant le résultat de l'offre²⁶⁹⁴. Dans cette hypothèse, il n'est pas possible de prononcer la caducité de l'offre, eu égard au caractère irréversible des transactions. Il faut donc considérer que les opérations conclues, ou que l'opérateur s'est engagé à conclure, pourront être menées à leur terme, comme en matière de retrait d'agrément bancaire²⁶⁹⁵. Évidemment, la violation des engagements pris ne restera pas impunie. Elle pourra donner lieu à une injonction ou au prononcé d'une amende administrative.

§2. La subsidiarité des sanctions correctives et répressives

905. Les limites au jeu des mesures préventives. Les mesures préventives ne peuvent pas être systématiquement mises en œuvre. Il peut arriver qu'elles soient indisponibles, par exemple lorsque l'atteinte potentielle aux principes provient d'un acte étranger à l'initiateur ou qu'elle n'existe pas encore au jour où l'AMF est appelée à statuer sur le projet d'offre. Les manquements qui ne peuvent être désamorçés avant le déroulement de l'offre ne sauraient être tolérés pour autant. Pour les neutraliser, l'autorité de marché et le juge judiciaire recourent à d'autres sanctions, subsidiaires aux mesures préventives.

²⁶⁹² F. DRUMMOND, « Les sanctions en droit des marchés financiers. La sanction, instrument de régulation des marchés », *op cit.*, n°29.

²⁶⁹³ Art. 232-2 al.4 RG AMF.

²⁶⁹⁴ Art. 233-2 RG AMF.

²⁶⁹⁵ Art. L.511-16 al.1 Code mon. fin.

906. Annonce. Ces sanctions subsidiaires, dont l'usage est moins fréquent, n'en sont pas moins essentielles afin d'assurer l'intégrité des principes généraux. Il convient d'en faire une présentation détaillée, en distinguant deux catégories. Les premières, qualifiées de correctives, permettent de faire cesser le manquement que l'autorité n'a pu prévenir (**I**). Les secondes, répressives, interviennent soit de manière cumulative, afin de réprimer un acteur dont le comportement attentatoire aux principes a déjà été neutralisé, soit de façon alternative, pour sanctionner un agissement qui ne pouvait être ni évité, ni corrigé (**II**).

I. Les sanctions correctives

907. Annonce. Contrairement aux sanctions préventives qui agissent *ex ante*, les sanctions correctives interviennent *ex post*, une fois le manquement à un principe général constaté. Ces mesures ont alors pour but d'effacer l'acte illicite réalisé. Familières du droit des biens où le dispositif de sanction repose largement sur des mesures qui ont pour objet de faire cesser en nature l'atteinte à la légalité²⁶⁹⁶, ces sanctions se retrouvent en droit des offres. Elles s'expriment par deux procédés : la nullité (**A**) et les injonctions (**B**).

A. La nullité

908. La nullité des actes contraires aux principes des offres. La nullité est une sanction inhérente à l'ordre public²⁶⁹⁷. Les principes des offres participant de l'ordre public économique, il est donc cohérent que leur transgression ait pu mener le juge à retenir la nullité des actes en cause. Après quelques hésitations jurisprudentielles²⁶⁹⁸, le Tribunal de commerce de Paris a ainsi considéré qu'une cession d'actions contraire à la réglementation des offres était susceptible d'être annulée par les juges du fond²⁶⁹⁹. La Cour d'appel de Paris le confirma dès 1988, en estimant que l'inobservation des règles et principes qui régissent les offres pouvait entraîner l'annulation des actes concernés²⁷⁰⁰. L'éventualité se réalisa quatre années plus tard. Ayant à connaître d'une cession d'actions réalisée dans le cadre d'une offre publique, le Tribunal de commerce de Paris jugea l'acte contraire au libre jeu des

²⁶⁹⁶ T. GÉNICON, « Les sanctions en droit des biens, le règne de la sanction en nature », *op cit.*, n°16.

²⁶⁹⁷ J. GHESTIN, G. LOISEAU, Y.-M. SERINET, *La formation du contrat : l'objet et la cause – Les nullités*, t.2, 4^e éd. LGDJ, 2013, spéc. n°2023.

²⁶⁹⁸ Sur lesquelles v. F.-L. SIMON, *Le juge et les autorités du marché boursier*, *op cit.*, n°778.

²⁶⁹⁹ TC Paris, 23 févr. 1988, *préc.*

²⁷⁰⁰ CA Paris, 18 mars 1988, *préc.*

offres et en prononça la nullité²⁷⁰¹. Si une partie de la doctrine a pu se montrer réfractaire à l'idée que des principes portés par des dispositions réglementaires puissent attenter à la liberté contractuelle²⁷⁰², il est désormais acquis que la violation des principes généraux des offres peut aboutir à prononcer la nullité des actes en cause²⁷⁰³. La COB l'a rappelé à l'occasion d'une décision du 11 avril 1995²⁷⁰⁴.

909. La subsidiarité de la nullité. Si la subsidiarité de cette sanction à celles préventives explique qu'elle n'ait pas trouvé à s'appliquer depuis le milieu des années 1990, rien ne ferait obstacle à ce qu'elle soit de nouveau retenue par le juge. Aujourd'hui comme hier, il y a fort à penser qu'en période d'offre, le juge judiciaire, confronté à un acte ayant échappé à l'examen préventif de l'AMF, en prononcerait la nullité pour restaurer l'intégrité des principes violés²⁷⁰⁵.

910. Le caractère inadapté de la nullité. En apparence, la nullité constitue une sanction adéquate pour sanctionner un manquement aux principes généraux. Entraînant l'anéantissement de l'acte en cause, la nullité corrige la situation illicite en son entier. Elle répond en cela à l'objectif de cessation de l'illicite poursuivi par les autorités. En frappant l'acte d'inefficacité, la nullité efface le manquement et assure le bon déroulement des offres. À la réflexion cependant, recourir à la nullité pour sanctionner les actes produisant des effets contraires aux principes s'avère doublement inadapté. Opter pour cette sanction revient en effet à la détourner de sa fonction initiale et à retenir une sanction largement disproportionnée au regard de l'objectif poursuivi.

User de la nullité aboutit d'abord à travestir ce concept. En principe, la nullité a vocation à faire disparaître un acte qui ne remplit pas les conditions requises pour sa formation. Elle a pour cause un vice originaire²⁷⁰⁶. La nullité n'a pas pour but de sanctionner les défauts non originels d'un acte. Prendre en compte les conséquences d'acte à une date autre que celle de

²⁷⁰¹ TC Paris, 16 mars 1992, *préc.*

²⁷⁰² M. JEANTIN, « La licéité d'une opération de cession d'autocontrôle et la recevabilité de l'action en nullité » *Bull. Joly Soc.* mai 1992, p.527 et s., *spéc.* p.535 ; A. COURET, « Cession d'actions d'autocontrôle en cours d'OPA – Violation du règ. COB n°89-03, art.3 – annulation de la cession (oui) », *préc.*, p.218-219.

²⁷⁰³ F.-L. SIMON, *Le juge et les autorités du marché boursier*, *op cit.*, n°778 et s. ; D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, *op cit.*, n°481 ; Th. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, *op cit.*, n°747-3 ; A.-C. MULLER, *Droits des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°639 ; E. SCHLUMBERGER, *Les contrats préparatoires à l'acquisition de droits sociaux*, *op cit.*, n°357 ; A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, *op cit.*, n°94.

²⁷⁰⁴ COB, Com. Sanct., 11 avr. 1995, *préc.*

²⁷⁰⁵ Dans le même sens v. A.-C. MULLER, *Droits des marchés financiers et droit des contrats*, *op cit.*, n°639 bis.

²⁷⁰⁶ R. JAPIOT, *Des nullités en matière d'actes juridiques. Essai d'une théorie nouvelle*, *op cit.*, p.14 ; C. GUELFUCCI-THIBIERGE, *Nullité, restitutions, responsabilité*, préf. J. Ghestin, LGDJ, 1992, n°353.

sa formation est, en tant que tel, incompatible avec le mécanisme de la nullité²⁷⁰⁷. Or, en période d'offre, le contrôle exercé par le régulateur ne porte généralement pas sur les éléments de formation des actes, mais sur les effets qu'ils sont susceptibles de produire ultérieurement²⁷⁰⁸. User de la nullité pour sanctionner un acte en tout point régulier à sa création, mais qui par suite viendrait heurter les principes des offres revient donc à dénaturer cette sanction²⁷⁰⁹.

À cette première critique s'ajoute celle de la disproportion qu'il y a à prononcer la nullité d'un acte du fait de sa contrariété aux principes des offres. En effet, la nullité entraîne l'anéantissement total d'un acte pourtant licite au regard des exigences du droit des contrats, ce qui contredit la faveur contemporaine pour la survie du lien contractuel²⁷¹⁰. Nier la validité d'un acte peut en outre s'avérer excessif. Sauf dans l'hypothèse où l'acte a déjà produit ses effets de façon irréversible, faire cesser l'atteinte aux principes n'implique pas de détruire l'acte, mais seulement d'en effacer les conséquences. Les principes généraux et les sanctions qui s'y attachent devraient donc moins chercher à anéantir les actes qu'à les réviser en intervenant sur le lien qu'ils instaurent²⁷¹¹. La pratique semble d'ailleurs sensible à cette préoccupation, et choisit régulièrement des mesures alternatives à la nullité pour sanctionner les violations de l'ordre public économique²⁷¹².

911. La suspension de l'acte comme sanction alternative à sa nullité. Les remarques qui précèdent invitent à suggérer une évolution du droit positif, en proposant une sanction alternative à celle de nullité, qui permettrait de ne pas revenir sur la validité des actes tout en les rendant inefficaces durant la période d'offre. La suspension du contrat serait susceptible d'atteindre cet objectif. Ce procédé consiste à mettre en sommeil le contrat considéré comme illicite²⁷¹³. La suspension du contrat prive temporairement les parties de son bénéfice sans

²⁷⁰⁷ J. HERON, « Réflexions sur l'acte juridique et le contrat à partir du droit judiciaire privé », *Droits* 1988, p.85 et s., *spéc.* 90.

²⁷⁰⁸ V. *supra* n°818.

²⁷⁰⁹ La remarque formulée par Madame Emmanuelle Claudel à propos des pratiques restrictives de concurrence est à ce titre transposable au droit des offres : « Prétendre appliquer la sanction de nullité à des ententes licites à leur naissance, mais déployant par la suite des effets anticoncurrentiels, constitue, plus qu'un bouleversement, une négation des principes gouvernant cette sanction » (E. CLAUDEL, *Ententes anti-concurrentielles et droit des contrats*, *op cit.*, n°534).

²⁷¹⁰ Y. SERINET, « Le juge et l'illicéité du contrat », *op cit.*, n°10.

²⁷¹¹ G. RIPERT, « L'ordre économique et la liberté contractuelle », *op cit.*, n°9 ; J. CARBONNIER, *Droit civil, les obligations*, t.4, *op cit.*, n°75.

²⁷¹² M. MOHAMED SALAH, « Les transformations de l'ordre public économique : vers un ordre public régulateur ? » *op cit.*, n°29-30 ; W. CHAIEHLOUJ, « L'ordre public économique », *op cit.*, p.530. *Contra*, considérant que la sanction principale demeure la nullité, P. De VAREILLES-SOMMIÈRES, « Regards privatistes sur la notion d'ordre public économique », in *L'ordre public économique*, (dir.) A. Laget-Annamayer, *op cit.*, p.107, *spéc.* n°6.

²⁷¹³ P. DURAND, « Rapport de synthèse », *CECA*, p.21, cité par T. YAMAGUCHI, *La théorie de la suspension du contrat de travail et ses applications pratiques dans le droit des pays membres de la CE*, préf. G.-H. Camerlynck, LGDJ, 1963, p.8.

revenir pour autant sur son existence. La technique n'est pas étrangère au droit des offres. Introduite par la loi NRE du 15 mai 2001 afin de sanctionner le défaut de transmission à l'AMF des conventions contenant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions d'une société cotée, la suspension du contrat permet de délier les parties de leurs engagements en période d'offre²⁷¹⁴. La mesure de suspension apparaît à la fois efficace et équilibrée. Efficace, elle neutralise l'irrégularité à sa source et garantit le bon déroulement de l'offre²⁷¹⁵ ; équilibrée, elle aboutit à une interruption des effets de l'acte cantonnée à la période d'offre et n'atteint pas plus que de raison le lien contractuel.

Généraliser le recours à la suspension du contrat en période d'offre éviterait de dénaturer la notion de nullité. Substituer la suspension du contrat à sa nullité n'est toutefois pas envisageable en toute circonstance. Face à un acte jugé contraire aux principes et qui aurait, de façon irréversible, produit ses effets, la suspension ne sera d'aucun secours. Dans une telle situation, l'unique moyen de corriger les conséquences de l'acte sera d'en prononcer la nullité, quitte à dévoyer le sens attaché à cette notion²⁷¹⁶.

B. Les injonctions

912. Le pouvoir d'injonction de l'AMF. Si les agissements susceptibles de contrarier les principes sont généralement désamorcés avant leur réalisation effective, cela ne veut pas dire que l'autorité de marché se trouve totalement démunie face à une atteinte aux principes réalisée en période d'offre. En parallèle de la nullité susceptible d'être prononcée par le juge judiciaire, l'AMF peut également user de son pouvoir d'injonction. Véritable sanction-

²⁷¹⁴ Art. L.233-11 Code com. Sur l'introduction de cette sanction v. A. COURET, « Le régime des offres publiques issu de la loi sur les nouvelles régulations économiques », D.2001, p.1778 ; J.-J. DAIGRE, « Loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, Aspects de droit financier et de droit des sociétés », *JCP E* juin 2001, act., p.1013 ; Th. BONNEAU, « Les aspects financiers de la NRE (Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques) », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2001, ét. 100041 ; V. MEDAIL, P. VERGNOLE, « La réforme des offres publiques par la loi sur les nouvelles régulations économiques », *Bull. Joly Soc.* juill. 2001, p.766.

²⁷¹⁵ A. COURET, « Le régime des offres publiques issu de la loi sur les nouvelles régulations économiques », *préc.* n°39 et s. ; M. AZAVANT, « La sanction civile en droit des sociétés : ou l'apport du droit commun au droit spécial », *préc.*, n°33.

²⁷¹⁶ Cette situation correspond d'ailleurs à l'hypothèse dont avaient à connaître les juges dans l'affaire *Perrier*, au cours de laquelle une cession d'actions considérée comme contraire au libre jeu fut déclarée nulle (TC Paris, 16 mars 1992, *préc.*).

cessation²⁷¹⁷, l'injonction peut être définie comme l'ordre donné de corriger ou de rétablir une situation afin de remettre les intéressés « dans le droit chemin juridique »²⁷¹⁸.

Ce pouvoir d'injonction se dédouble. L'Autorité des marchés financiers et la Cour d'appel de Paris disposent d'abord d'un pouvoir d'injonction direct à l'égard des différents participants à une offre²⁷¹⁹. Prévues à l'article L.621-14 II du Code monétaire et financier, cette prérogative permet au collège de l'AMF d'ordonner qu'il soit mis fin aux manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement des marchés. En sus de cette prérogative, l'autorité dispose d'un pouvoir d'injonction indirecte qui figure à l'article L.621-14 III du Code monétaire et financier. Il donne à l'AMF le droit de saisir le président du Tribunal judiciaire de Paris en la forme des référés afin qu'il soit ordonné à une personne déterminée, éventuellement sous astreinte, de mettre fin ou de supprimer les effets d'un manquement aux dispositions législatives ou réglementaires.

913. Les caractères du pouvoir d'injonction. Le pouvoir d'injonction reconnu à l'AMF présente trois caractéristiques. Il revêt d'abord un rôle curatif. En ordonnant qu'il soit mis fin à la transgression, l'injonction pansé l'atteinte et restaure l'intégrité de la norme violée. Elle constitue en cela un outil indispensable à la correction de l'illicite. Le pouvoir d'injonction est ensuite doté d'une grande plasticité. Du fait du caractère protéiforme qu'est susceptible de revêtir l'ordre donné, l'injonction s'ajuste aux circonstances²⁷²⁰. Enfin, cette prérogative ouvre au régulateur un large pouvoir d'appréciation et lui permet d'appréhender des agissements seulement « de nature » à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché²⁷²¹. L'injonction peut donc avoir pour objet de faire cesser

²⁷¹⁷ À définir la sanction comme toute mesure de traitement de l'illicite, l'injonction en constitue indéniablement une. Pour des auteurs assimilant injonction et sanction v. N. DECOOPMAN, « Le pouvoir d'injonction des autorités administratives indépendantes », *préc.*, n°12 ; L. GROSCLAUDE, *Le renouvellement des sanctions en droit des sociétés*, *op cit.*, p.376-377 ; E. CLAUDEL, « Les injonctions », *LPA* 20 janv. 2005, p.23 et s., *spéc.* p.25 ; « Les sanctions en droit de la concurrence, La sanction, une institution au cœur de la politique de la concurrence », *op cit.*, n°5 ; Ch. PÉNICHON, « Les mesures d'urgence en matière économique et financière », in *Mélange en l'honneur de Dominique Schmidt*, *op cit.*, p.371 et s., *spéc.* p.391-392 ; *contra* Th. BONNEAU, P. PAILLER et *alii*, *Droit financier*, *op cit.*, n°149.

²⁷¹⁸ N. DECOOPMAN, « Le pouvoir d'injonction des autorités administratives indépendantes », *préc.*, n°13.

²⁷¹⁹ Après avoir estimé qu'elle n'avait pas le pouvoir d'ordonner le dépôt d'une offre publique (CA Paris, 11 juin 1997, *Géniteau c/ Lagardère SCA* ; *Bull. Joly Bourse* sept.-oct. 1997, p.750, note N. Rontchevsky ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1997, p.831, note H. De Vauplane ; *JCP E* 1997 I, 676, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain) la Cour d'appel de Paris considère désormais qu'une telle prérogative entre dans ses attributions (CA Paris, n°2005/04058, 13 sept. 2005, *Adam c/ Sté Hyparlo* ; *Bull. Joly Bourse* nov. 2005, p.735, note F. Bucher ; *Bull. Joly Soc.* déc. 2005, p.1380, note D. Schmidt et M. Delespaul ; *Dr. Soc.* janv. 2006, p.29, note Th. Bonneau ; *RTD Com.* 2005, p.799, obs. N. Rontchevsky ; *Rev. dr. banc. et fin.* sept.-oct. 2005, p.35, note A. Couret ; *JCP E* janv. 2006, 1121, note Cl. Ducouloux-Favard).

²⁷²⁰ E. CLAUDEL, « Les injonctions », *préc.*, p.25 à p.27.

²⁷²¹ Art. L.621-14 II Code mon fin.

une illicéité comme un simple risque d'illicéité, ce qui en fait une des sanctions les plus efficaces à la disposition des autorités de régulation²⁷²².

914. Le faible recours à l'injonction dans le contexte des offres. Doté de qualités indéniables, le pouvoir d'injonction est pourtant rarement mis en œuvre. Si le pouvoir d'injonction indirecte a été utilisé très tôt par les autorités boursières afin d'assurer le respect de la réglementation relative à l'appel public à l'épargne²⁷²³, et continue à l'être pour mettre fin à des manquements à l'information du public²⁷²⁴, aux obligations attachées à la qualité de société de gestion²⁷²⁵, ou encore pour empêcher l'accès à des sites internet proposant certaines activités de *trading* sans autorisations²⁷²⁶, son emploi en droit des offres est moins courant. Au total, seules cinq injonctions indirectes ont été prononcées. Deux n'intéressent pas le respect des principes généraux, mais visaient à requérir le dépôt d'une offre publique de retrait²⁷²⁷ et à rappeler l'obligation de passer les ordres sur le marché²⁷²⁸. Les trois autres, prononcées dans le cadre des affaires HFP²⁷²⁹, Billon²⁷³⁰ et Proxitec²⁷³¹, imposaient le dépôt de garanties de cours ou d'offres obligatoires à un prix respectueux du principe d'égalité des actionnaires.

Le pouvoir d'injonction directe apparaît également peu utilisé. Bien qu'il soit difficile de connaître avec exactitude la fréquence à laquelle l'AMF use de cette prérogative²⁷³², elle ne semble y avoir eu recours qu'une seule fois dans le cadre des offres, au cours de l'affaire Sacyr Eiffage. À l'occasion de cette offre avortée, l'AMF profita de sa décision de non-conformité pour demander à Sacyr, initiateur d'une offre volontaire sur les titres Eiffage, de

²⁷²² E. CLAUDEL, « Les injonctions », *préc.*, p.27-28.

²⁷²³ TGI Paris, 22 févr. 1988, *Herrikoia* ; *JCP E* 1988, II, 15177, note A. Viandier et J.-J. Caussain ; CA Paris, 28 mars 1988, *Gaz Pal.* 3 mai 1988, I, p.308, obs. C. Ducouloux Favard ; D.1989, p.116, note N. Decoopman.

²⁷²⁴ V. not. AMF, *Rapport annuel* 2002, p.81 ; *Rapport annuel* 2003, p.63 ; *Rapport annuel* 2004, p.100 ; *Rapport annuel* 2007, p.115 ; *Rapport annuel* 2010, p.142 ; *Rapport annuel* 2011, p.101 ; *Rapport annuel* 2012, p.96 ; TJ Paris, n°22/52559, 30 mai 2022 ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2022, p.11, note A. Gaudemet ; AMF, *Rapport annuel* 2022, p.82.

²⁷²⁵ AMF, *Rapport annuel* 2007, p.189 ; *Rapport annuel* 2008, p.153.

²⁷²⁶ AMF, *Rapport annuel* 2014, p.14.

²⁷²⁷ TGI Paris, n°51669/99, 29 mars 1999, *Parfival* ; *Bull. Joly Bourse* juill. 1999, p.392, note P. Le Cannu ; *RTD Com.* 1999, p.911, note N. Rontchevsky.

²⁷²⁸ TGI Paris, 3 août 1999, *COB c/ CGU*.

²⁷²⁹ TGI Paris, 5 août 1994, *préc.* ; CA Paris, 18 sept. 1995, *préc.* ; Cass. Com., n°95-21.289, 24 févr. 1998, *préc.*

²⁷³⁰ CA Paris, 19 oct. 2005, *préc.*

²⁷³¹ TGI Paris, n°09/57269, 16 sept. 2009, *préc.*

²⁷³² L'absence de publication systématique des injonctions prononcées par l'AMF fait obstacle à un recensement exhaustif. La lecture des communiqués (AMF, *Communiqué sur la société Belvédère et son président*, 17 mars 2010 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2010, p.237, note C. Arsouze) et des rapports annuels permet toutefois de rendre compte du phénomène (AMF, *Rapport annuel* 2008, p.149).

déposer un projet d'offre conforme aux dispositions régissant l'offre publique obligatoire²⁷³³. Cette demande, requalifiée en injonction par la Cour d'appel de Paris, fut annulée pour non-respect des garanties procédurales prévues à l'article 621-14 I du Code monétaire et financier²⁷³⁴, puis enterrée par l'AMF qui ne jugea pas utile de délivrer une nouvelle injonction²⁷³⁵.

915. Les causes de son inemploi. Si le faible recours au pouvoir d'injonction pour corriger l'atteinte aux principes s'avère surprenant, trois raisons au moins permettent de l'expliquer.

La première cause de son inemploi réside vraisemblablement dans le lien de confiance qui unit l'autorité de régulation et les acteurs présents sur le marché, ainsi que dans l'importance que ces derniers accordent à leur réputation. En effet, l'image auprès du public couplée à la crainte du contentieux amènent régulièrement les établissements présentateurs à prendre l'initiative de corriger les atteintes portées aux principes sans qu'un rappel à l'ordre soit nécessaire. Les circonstances ayant entouré l'offre publique simplifiée déposée le 19 octobre 2020 sur la société Envea permettent d'en rendre compte²⁷³⁶. Présentée par la banque Rothschild Martin Maurel pour le compte d'Envea Global, l'offre libellée à prix unitaire de 110 euros par action fut déclarée conforme par l'AMF le 24 novembre 2020²⁷³⁷. Postérieurement à son lancement, la banque Oddo BHF fut désignée par l'initiateur pour

²⁷³³ AMF, déc. n°207C1202, 26 juin 2007, *préc.*

²⁷³⁴ CA Paris, n°07/11675, 2 avr. 2008, *préc.*

²⁷³⁵ AMF, déc. n°208C0741, 21 avr. 2008, *Eiffage* (conf. CA Paris, n°08/07645, 18 déc. 2008 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2008, p.209, note L. Faugérolas et É. Boursican ; D.2008, p.2882, note D. Carreau et H. Letréguy ; *RTD Com.* 2008, p.387, note B. Bouloc ; *Bull. Joly Bourse* mai 2009, p.185, note F. Martin Laprade et A. Mialon ; *Dr. Soc.* juin 2009, comm. 119, note Th. Bonneau ; *RTDF* 2010/1, p.92 et s., *spéc.* p.98, chron. D. Martin, B.-O. Becker et G. Giuliani). Pour fonder sa position, l'AMF retint que Sacyr ne détenait plus d'action Eiffage, que compte tenu de l'arrêt de la cour d'appel du 2 avril 2008, la demande faite à Sacyr de déposer un projet d'offre était devenue caduque et enfin que l'application des principes gouvernant les offres publiques devait tenir compte de l'ensemble des circonstances de fait qui prévalaient au jour où l'AMF statuait. Ces différents arguments n'emportent pas la conviction. Il est difficile de comprendre comment la réglementation des offres, en ce compris ses principes généraux, pourrait permettre qu'un initiateur dont les intentions de contrôle sont certaines et qui dépasse le seuil du tiers du capital d'une société cotée soit autorisé à revendre ses actions tout en échappant à l'obligation de déposer une offre. Si des auteurs ont tâché d'apporter un fondement juridique à la décision (F. MARTIN LAPRADE, E. MIALON, « Affaire Sacyr Eiffage, suite et fin ? », *Bull. Joly Bourse* mai 2009, p.185 ; Th. BONNEAU, « Offre publique d'achat - Absence d'obligation », *Dr. Soc.* juin 2009, comm. 119), seules des considérations politiques paraissent l'expliquer (C. BAJ, « L'action de concert dans l'affaire Eiffage : les questions restées dans l'ombre », *préc.*, n°46-47 ; J.-F. ROVERATO, « Avec Sacyr, c'était la guerre, tout était permis », Entretien, *Le Figaro*, 21 avr. 2008). À l'issue de cette affaire, Sacyr et son dirigeant furent néanmoins sanctionnés par la Commission des sanctions pour ne pas avoir déclaré le franchissement du seuil du tiers dans le capital de la société Eiffage (AMF, Com. Sanct., SAN-2010-10, 25 févr. 2010, *préc.* ; conf. Cass. Com., n°11-11.633, 15 sept. 2012 ; *Bull. Joly Soc.* nov. 2012, p.805, note S. Torck ; *Rev. Soc.* 2012, p.509, note. H. Le Nabasque, Adde H. SYNDET, « Propos désenchantés sur le traitement judiciaire de l'affaire Sacyr-Eiffage », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, Dalloz, 2013, p.669). Ces amendes, limitées à 300 000 € pour la société Sacyr et à 100 000 € pour son dirigeant, semblent faire figure de compromis. Elles ne laissent pas totalement impunie la violation flagrante du droit des offres.

²⁷³⁶ AMF, déc. n°220C4438, 19 oct. 2020, *Envea*.

²⁷³⁷ AMF, déc. n°220C5118, 24 nov. 2020, *Envea*.

réaliser des achats sur le marché au prix retenu par l'offre. Pourtant, le 14 décembre, entre 9 h et 9 h 50, une erreur technique empêcha Oddo d'acquérir les titres au prix fixé. 720 actions Envea furent ainsi traitées en dessous du prix de l'offre²⁷³⁸. L'erreur, due à un problème de paramétrage des ordres, emportait violation du principe d'égalité de traitement des actionnaires. Consciente du problème, la banque présentatrice s'engagea alors, via Oddo BHF, à verser aux actionnaires lésés la différence entre le prix de 110 euros par action et le prix d'acquisition sur le marché. L'atteinte à l'égalité de traitement fut ainsi corrigée sans que l'AMF n'ait à user de son pouvoir d'injonction²⁷³⁹.

La sous-utilisation du pouvoir d'injonction peut aussi s'expliquer par la réticence qu'éprouverait le régulateur à préjuger les comportements plutôt que de procéder à la notification des griefs en vue de l'ouverture d'une procédure de sanction²⁷⁴⁰. On remarquera d'ailleurs que cette réserve n'est pas sans rappeler l'attitude de l'Autorité de la concurrence qui, dans un premier temps au moins, s'est montrée réticente à l'idée d'user de son pouvoir d'injonction²⁷⁴¹.

Enfin, le fait que l'AMF ne puisse pas assortir son pouvoir d'injonction d'une astreinte participe certainement à son délaissement²⁷⁴². En période d'offre, les intervenants auront tout intérêt à se détourner de la supervision de l'autorité de marché et à saisir le juge des référés qui, départi du critère de l'urgence²⁷⁴³, pourra enjoindre de corriger sous astreinte l'atteinte aux principes généraux.

916. L'opportunité d'assortir d'une astreinte le pouvoir d'injonction directe de l'AMF. Si recourir au référé peut aujourd'hui permettre de contrebalancer la faible utilisation du pouvoir d'injonction directe de l'AMF, cette situation n'apparaît pas optimale. Mieux au fait des problématiques susceptibles de se rencontrer à l'occasion d'une opération financière d'envergure, il semblerait préférable de voir l'AMF utiliser plus régulièrement le pouvoir qui est le sien. Octroyer à l'autorité un pouvoir d'astreinte en matière d'injonction directe

²⁷³⁸ AMF, déc. n°220C5463, 17 déc. 2020, *Envea*.

²⁷³⁹ Nous tenons ici à remercier Maître Nicolas Delage, *Head of Legal Corporate Finance and Corporate Secretary* au sein de Oddo BHF, de bien avoir voulu nous accorder un entretien au cours duquel l'ensemble de cette opération a pu être abordée avec une grande transparence.

²⁷⁴⁰ F. DRUMMOND, *Droit financier*, *Economica*, 2020, n°121 ; A. GAUDEMET, « Sur le pouvoir d'injonction de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* sept. 2022, p.11 et s., *spéc.* p.13.

²⁷⁴¹ C. LUCAS De LEYSSAC, « Les injonctions des autorités de régulation », in *Les injonctions du juge*, (dir.) C. Marie, Bruylant, 2009, p.97 et s., *spéc.* p.101 ; B. LASSERRE, « Le contrat, entre la régulation sectorielle et le droit commun de la concurrence », in *Les engagements dans les systèmes de régulation, op cit.*, p.239, *spéc.* n°453.

²⁷⁴² F. DRUMMOND, *Droit financier, op cit.*, n°121.

²⁷⁴³ Sur l'abandon progressif de ce critère v. S. GRAYOT, *Essai sur le rôle des juges civils et administratifs dans la prévention des dommages*, préf. G. Viney, LGDJ, 2009, n°16 et s.

l'encouragerait certainement à en faire usage. Réclamée par le régulateur dans le cadre de ses réflexions récentes sur l'activisme actionnarial²⁷⁴⁴, la faculté d'assortir ses propres injonctions d'une astreinte permettrait à l'autorité de disposer d'un pouvoir réellement dissuasif, détaché de l'intermédiaire du juge, et susceptible d'être utilisé en cours d'offre. Attribuer une telle prérogative à l'AMF permettrait en outre d'aligner ses pouvoirs avec ceux des autres autorités administratives, comme l'Autorité de la concurrence²⁷⁴⁵, la CNIL²⁷⁴⁶ ou l'ARCOM²⁷⁴⁷ qui disposent toutes, dans des limites variables, de la faculté d'assortir leurs injonctions d'une astreinte. Évidemment, accorder un pouvoir d'astreinte à l'AMF impliquerait d'en encadrer l'exercice, en limitant à la fois le montant de l'astreinte et les domaines dans lesquels elle serait susceptible d'être prononcée, en s'assurant que seule la violation des dispositions les plus impérieuses permette d'y recourir²⁷⁴⁸. Il faudrait enfin s'assurer que la procédure d'injonction soit contradictoire²⁷⁴⁹ et puisse faire l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris²⁷⁵⁰. Sous ces conditions, il y a fort à parier que l'autorité fera plus fréquemment usage de son pouvoir d'injonction directe, préférable à la voie du communiqué, trop souvent employé pour dénoncer des pratiques que le régulateur juge contraires aux principes généraux²⁷⁵¹. La rédaction du II de l'article L.621-14 du Code monétaire et financier pourrait alors être la suivante :

²⁷⁴⁴ AMF, Communication sur l'activisme actionnarial, avr. 2020, p.11 ; Rapport 2020 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, 24 nov. 2020, p.35. Sur ces vœux v. H. SYNDET, « Propos impertinents sur l'activisme actionnarial », Rev. dr. banc. fin. nov. 2020, doss. 34, spéc. n°10.

²⁷⁴⁵ Art. L.464-2 II et IV Code com.

²⁷⁴⁶ Art. 20 III loi n°78-17 du 6 janv. 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés.

²⁷⁴⁷ Art. L.331-29 al.4 Code propr. int.

²⁷⁴⁸ Pour des propositions équivalentes sur le terrain des manquements aux obligations de déclaration de franchissements de seuils ou d'intention v. A. GAUDEMET, « Sur le pouvoir d'injonction de l'Autorité des marchés financiers », *préc.*, p.13.

²⁷⁴⁹ Art. R.621-37 Code mon. fin.

²⁷⁵⁰ Art. R.621-45 II Code mon. fin.

²⁷⁵¹ V. *supra* n°536 et s.

Art. L.621-14 Code mon. fin. : II. *Le collège peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux manquements aux obligations résultant des règlements européens, des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de marché et la divulgation illicite d'informations privilégiées mentionnées aux c) et d) du II de l'article L.621-15, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés ou à tout autre manquement aux obligations relatives à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme prévues aux chapitres I et II du titre VI du livre V du présent code. En cas de manquement aux obligations prévues à l'article 231-3 du RG AMF [ajout éventuel d'autres dispositions], le collège peut assortir sa décision du prononcé d'une astreinte dans la limite d'un montant maximal de [à déterminer] par jour de retard. Ces décisions sont rendues publiques dans les conditions et selon les modalités prévues au V du même article L.621-15.*

917. Les limites de l'injonction. Si la mesure d'injonction fait figure d'outil idéal pour corriger les manquements déjà réalisés et qui n'ont pu être prévenus, elle ne peut toutefois répondre à l'ensemble des hypothèses susceptibles de se présenter. L'injonction ne convient pas à toutes les situations, notamment lorsque l'atteinte aux principes résulte d'un acte devenu irréversible ou d'un comportement d'une gravité telle qu'il ne peut rester impuni sur le plan répressif. Dans ces éventualités, qui heureusement demeurent marginales, les autorités n'ont d'autre choix que de prononcer une amende administrative.

II. Les sanctions répressives

918. Le prononcé d'une amende administrative pour manquement aux principes. Les mesures répressives figurent au dernier étage de la pyramide des sanctions susceptibles d'être retenues en cas d'atteinte aux principes généraux. En trente années de contentieux des offres, le prononcé d'une amende a été envisagé seulement trois fois en réaction à un manquement aux principes généraux²⁷⁵², et n'a finalement été mis en œuvre que dans deux cas²⁷⁵³. Le faible nombre de condamnations a d'ailleurs fait douter de la possibilité, pour la Commission des sanctions, de prononcer une amende administrative en réaction à la violation des principes. Cette faculté fut contestée à l'occasion de l'affaire Partouche. Alors que la

²⁷⁵² COB, Com. Sanct., 11 avr. 1995, *préc.* ; AMF, Com. Sanct., SAN-2006-24, 15 sept. 2006, *préc.* ; SAN-2020-01, 31 déc. 2019, *préc.*

²⁷⁵³ COB, Com. Sanct., 11 avr. 1995, *préc.* ; CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*

Commission avait à se prononcer sur la conformité d'une transaction au principe de libre jeu, l'un des requérants soutint que ce principe permettait seulement aux autorités de s'opposer à la recevabilité d'un projet d'offre et ne constituait pas pour autant « un instrument de sanction qui leur permettrait d'apprécier la licéité d'une transaction intervenue pendant le déroulement de l'offre »²⁷⁵⁴. À suivre ce raisonnement, l'éventuel manquement au libre jeu ne pouvait donc donner lieu au prononcé d'une amende administrative. L'argumentaire n'emporta pas la conviction. En effet, si la pratique en cause ne donna pas lieu à sanction, elle n'empêcha pas la Commission des sanctions d'envisager le prononcé d'une amende. Elle indiqua clairement que les manquements au libre jeu des offres étaient pleinement susceptibles d'être sanctionnés administrativement²⁷⁵⁵. L'affirmation, initialement cantonnée au principe de libre compétition, a depuis été généralisée à l'ensemble des principes des offres²⁷⁵⁶.

On observera que ce pouvoir de sanction s'inscrit dans les missions de l'AMF qui, sur le fondement combiné des articles L.621-15 II 4° et L.621-14 II du Code monétaire et financier, est à même de sanctionner tout manquement « de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché ». L'expression retenue par le législateur offre à l'autorité de marché une importante —sinon infinie²⁷⁵⁷— marge de manœuvre qui, sans contrevenir au principe de légalité des délits et des peines²⁷⁵⁸, lui permet de réprimer n'importe quel agissement survenu à l'occasion d'une opération de marché. Si les amendes infligées en réaction à la violation des principes des offres sont rares, il est néanmoins possible de dégager deux hypothèses distinctes dans lesquelles elles sont susceptibles d'être prononcées.

919. Le prononcé d'une amende comme sanction cumulative. L'amende peut d'abord être envisagée de manière cumulative, avec une autre mesure préventive ou corrective, de façon à sanctionner un acteur dont le comportement contraire aux principes a d'ores et déjà été neutralisé. Cette première situation permet à l'autorité d'exprimer sa réprobation à l'égard d'une violation particulièrement grave des principes généraux. L'amende prononcée à l'issue de l'affaire Hubert Industries illustre ce cas de figure. À la suite d'un important contentieux et afin de se conformer au principe d'égalité des actionnaires, la Société HFP se résigna à présenter un projet de garantie de cours sur la société Hubert Industries à un prix nominal de

²⁷⁵⁴ AMF, Com. Sanct., SAN-2006-24, 15 sept. 2006, *préc.*

²⁷⁵⁵ Th. BONNEAU, « Libre jeu des offres et des surenchères », *préc.*, p.30.

²⁷⁵⁶ CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *préc.*

²⁷⁵⁷ D. BOMPOINT, « Les beaux cadeaux du 10^e anniversaire de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* déc. 2013, p.607 et s., *spéc.* p.608 à p.612 ; F. MARTIN LAPRADE, « Affaire Orco : de l'intérêt de faire appel d'une décision de sanction de l'AMF », *Bull. Joly Bourse* juin 2014, p.297 et s., *spéc.* p.302.

²⁷⁵⁸ Cons. Const., déc. n°2017-634 QPC, 2 juin 2017, *M. Jacques R*, n°6 et s.

97,55 francs par action. Deux semaines après le dépôt, l'initiateur proposa pourtant à plusieurs actionnaires de ne pas apporter leurs titres en contrepartie du versement d'une indemnité très inférieure à celle proposée dans le cadre de la garantie de cours²⁷⁵⁹. Informée de ces manœuvres déloyales, la COB diffusa un communiqué dans la presse afin de faire connaître aux actionnaires de la société Hubert que seule la garantie de cours au prix de 97,55 francs était régulière et avait fait l'objet des publications réglementaires. Ce faisant, le comportement manifestement déloyal de l'initiateur fut neutralisé extrêmement rapidement, tant et si bien qu'aucun actionnaire ne répondit positivement à la proposition qui leur était faite. Pourtant, et bien que l'autorité ait directement fait cesser l'atteinte illicite au principe de loyauté, le comportement de l'initiateur, jugé particulièrement malhonnête, donna lieu au prononcé d'une amende de 250 000 francs²⁷⁶⁰.

920. Le prononcé d'une amende comme sanction alternative. L'amende peut également être pensée non cumulativement, mais alternativement aux sanctions préventives et correctives. Elle est alors envisagée en tout état de cause, afin de réprimer un manquement qui n'a pu être ni évité, ni corrigé. Dans une telle occurrence, l'amende intervient comme la sanction de la dernière heure²⁷⁶¹. Le comportement illicite n'ayant pu être corrigé, l'amende en symbolise la réprobation. Dans l'affaire Prologue, il était impossible d'effacer les conséquences d'actes intervenus quatre ans avant la saisine de la Commission des sanctions²⁷⁶². Seule une amende administrative pour violation des principes était envisageable.

921. La subsidiarité de l'amende. Le faible nombre d'amendes administratives infligées dans le contexte d'une offre publique n'est pas anodin. Il s'explique par la faible efficacité de cette sanction ainsi que par l'objectif poursuivi par le régulateur, qui cherche moins à réprimer l'atteinte aux principes qu'à l'éviter. Par sa nature même, l'amende administrative est moins conforme à l'idée de régulation que les mesures préventives et correctives²⁷⁶³. L'observation vaut pour l'ensemble de la réglementation des offres, dont la violation ne donne que rarement lieu au prononcé d'amendes administratives. Marginale, cette dernière sanction n'est envisagée qu'en présence de manquements auxquels l'autorité

²⁷⁵⁹ V. *supra* n°613.

²⁷⁶⁰ COB, Com. Sanct., 11 avr. 1995, *préc.*

²⁷⁶¹ On ne saurait voir là un échec du droit des offres ou une défaillance du régulateur, mais plutôt un particularisme des marchés financiers, où l'anonymat et les exigences de sécurité des transactions font obstacle à l'annulation des opérations (F. DRUMMOND, « Les sanctions en droit des marchés financiers. La sanction, instrument de régulation des marchés », *op cit.*, n°29).

²⁷⁶² Com. Sanct., SAN-2020-01, 31 déc. 2019, *préc.*

²⁷⁶³ N. DECOOPMAN, « Peut-on clarifier le désordre ? », in *Le désordre des autorités administratives indépendantes. L'exemple du secteur économique et financier*, *op cit.*, p.15, *spéc.* n°23.

ne peut plus remédier²⁷⁶⁴, ou qui ne lui ont été révélés que plusieurs années après leur commission²⁷⁶⁵.

922. Deux décisions rendues le 25 juillet 2013 et le 2 juin 2015 semblent pourtant contredire ces affirmations²⁷⁶⁶. Dans ces affaires, la Commission des sanctions avait à se prononcer sur l'existence d'actions de concert qui, si elles étaient avérées, imposaient aux concertistes de déposer un projet d'offre à la suite du dépassement du seuil de 30 % de capital des sociétés concernées. Constatant l'existence d'un concert au sein des deux espèces, la Commission se refusa pourtant à enjoindre aux concertistes de procéder au dépôt d'une offre et les condamna à une sanction pécuniaire pour manquement à l'article 234-2 du RG AMF. Ces solutions, confirmées en appel et à rebours du phénomène précédemment décrit, ne manquèrent pas de susciter un certain désarroi chez les commentateurs²⁷⁶⁷. Les circonstances entourant ces affaires permettent toutefois d'expliquer cet apparent paradoxe. Dans la décision en date du 25 juillet 2013, le refus d'imposer le dépôt d'une offre s'explique avant tout par l'effet d'aubaine que ce dépôt aurait procuré à l'actionnaire de référence de la société cotée concernée. La mise en œuvre tardive d'une offre publique aurait offert à cet actionnaire, coupable de délit d'initié, l'occasion de ressortir de la société en réalisant une importante plus-value²⁷⁶⁸. Dans la décision rendue le 2 juin 2015, le refus d'ordonner le dépôt d'une offre aux concertistes s'explique par le non-sens qu'il y aurait eu à l'imposer alors qu'aucun changement de contrôle n'avait eu lieu au sein de la société concernée et que seul un concert de gestion existait²⁷⁶⁹. Ces deux décisions ne sauraient donc remettre en cause la prévalence, en droit des offres, des sanctions préventives et correctives sur celles répressives.

923. Le faible montant des amendes infligées. S'il faut se satisfaire du peu d'amendes prononcées, une meilleure adéquation de leur montant au manquement réprimé serait toutefois souhaitable. En vertu de l'article L.621-15 III du Code monétaire et financier, la sanction pécuniaire peut, au maximum, s'élever à 100 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage procuré par le manquement. Pour fixer le montant exact de l'amende, le III *ter* du même article précise que la gravité et la durée du manquement doivent notamment être prises en considération. Les principes généraux figurent au sommet de la réglementation des offres. L'amende qui sanctionne leur violation devrait donc, par

²⁷⁶⁴ AMF, Com. Sanct., SAN-2009-12, 5 févr. 2009, *préc.*

²⁷⁶⁵ AMF, Com. Sanct., SAN-2011-03, 13 janv. 2011, *M.A et Sociétés X et Y.*

²⁷⁶⁶ AMF, Com. Sanct., SAN-2013-18, 25 juill. 2013, *Sociétés Verneuil et Associés, Verneuil Participations, Foch Investissements, FD Conseils et Participations* ; SAN-2015-11, 2 juin 2015, *préc.*

²⁷⁶⁷ F. MARTIN LAPRADE, « Affaire Riber : rendez-vous devant la Cour de cassation ? », *préc.*, p.256-257.

²⁷⁶⁸ F. MARTIN LAPRADE, « Affaire EEM : florilège ou ballon de baudruche ? », *Bull. Joly Bourse* déc. 2013, p.577 et s., *spéc.* p.578.

²⁷⁶⁹ V. *supra* n°422.

l'importance de son montant, matérialiser une certaine sévérité à l'égard du manquement constaté. Force est pourtant de constater que dans les deux hypothèses où une amende fut prononcée en réaction à la violation d'un principe général, la Commission des sanctions fit preuve d'une certaine clémence à l'égard des personnes mises en cause. Dans la décision du 11 avril 1995, la déloyauté de la société HFP fut sanctionnée par une amende de seulement 250 000 francs, montant largement inférieur au plafond de 10 millions de francs prévu à l'époque²⁷⁷⁰. Cette indulgence s'explique certainement par la situation financière de la société visée, dont les comptes sont apparus largement falsifiés²⁷⁷¹. Il reste que les condamnations plus récentes ne sont pas plus sévères. La Cour d'appel de Paris, dans son arrêt rendu le 22 avril 2021, prononça une amende de 750 000 euros à l'encontre de la société Prologue. Si cette sanction peut sembler conséquente, elle représente moins de 1 % du chiffre d'affaires consolidé du groupe de la société. On peut rester dubitatif sur le caractère réellement dissuasif de l'amende infligée²⁷⁷². Les développements qui précèdent ayant souligné l'importance des principes généraux des offres, il faut espérer qu'à l'avenir, leur violation aboutira au prononcé d'amendes exemplaires.

924. Conclusion de Section. Une hiérarchie implicite entre les sanctions disponibles ressort de la pratique décisionnelle de l'autorité de marché et des juridictions judiciaires. En cas de manquement aux principes généraux des offres, priorité est donnée aux mesures préventives, que sont les décisions de non-conformité et les engagements. Lorsqu'elles s'avèrent indisponibles, d'autres mesures, subsidiaires, sont mobilisées afin de mettre un terme aux manquements constatés. Le juge judiciaire pourra prononcer la nullité de l'acte à l'origine du manquement tandis que l'autorité de marché usera de son pouvoir d'injonction. Exceptionnellement, si aucune mesure n'est plus susceptible de faire cesser l'atteinte ou que le manquement est particulièrement grave, une amende administrative pourra être infligée. L'étude des mesures disponibles a été l'occasion de proposer deux modifications des sanctions prononcées. Les développements ont montré que la nullité constituait une sanction peu adaptée et que la suspension du contrat, lorsqu'elle est possible, devrait lui être préférée. Enfin, la sous-utilisation du pouvoir d'injonction directe de l'AMF a conduit à proposer l'introduction d'un mécanisme d'astreinte, soumis à plusieurs conditions. À cette fin, une nouvelle rédaction de l'article L.621-14 du Code monétaire et financier a été proposée.

²⁷⁷⁰ Art. 9-2 Ord. n°67-833, 28 sept. 1967 *instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse*, JO 29 sept. 1967, p.9589.

²⁷⁷¹ *Les Échos*, « Hubert Industries : les mauvaises surprises du repeneur », 13 avr. 1993.

²⁷⁷² O. De BAILLIENCOURT, « Affaire Prologue : sanction d'un contournement de la procédure d'offre publique et désaveu de la commission des sanctions de l'AMF », *préc.*, p.27.

925. Conclusion de Chapitre. L'étude des sanctions retenues en réaction à la violation des principes généraux a permis de dégager deux lignes directrices. La première est propre à l'ensemble des sanctions prononcées. Elle revient à faire de la cessation de l'illicite l'objectif principal de la politique de sanction des autorités chargées d'assurer le bon déroulement des offres. Délaissant la répression, les autorités cherchent avant tout à neutraliser les manquements aux principes, ce qui n'est pas sans conséquence sur la désignation du débiteur, dont l'identité importe moins que la capacité à faire cesser l'illicéité. Le recours à une sanction abstraite et générale est également éconduit. Fruit d'une sélection réfléchie, la sanction prononcée est celle qui, dans une situation donnée, se révèle la plus apte à mettre un terme à l'atteinte aux principes. Une double exigence de proportionnalité et d'efficacité guide ainsi le choix des autorités au sein de la palette des sanctions disponibles. Si certaines modifications ont pu être souhaitées, comme l'abandon partiel de la sanction nullité au profit de celle de suspension du contrat ou l'introduction d'un pouvoir d'astreinte au bénéfice de l'autorité de marché, les mesures d'ores et déjà disponibles pour réagir à la violation des principes s'avèrent, dans l'ensemble, satisfaisantes.

La seconde ligne directrice découle de la première. En effet, l'objectif de cessation de l'illicite combiné à la recherche de la mesure la plus adéquate conduisent à créer une hiérarchie implicite entre les sanctions disponibles. L'approche quantitative des sanctions prononcées montre que les autorités préfèrent les sanctions préventives, que sont les décisions de non-conformité et la pratique des engagements, aux sanctions correctives, que sont la nullité et les mesures d'injonctions. Plus subsidiaire encore, la sanction répressive, qui prend la forme de l'amende administrative, n'est prononcée qu'en dernier recours, pour punir un acteur dont le comportement a déjà été neutralisé, ou pour réprimer un agissement qui ne pouvait être corrigé plus en amont. Cette gradation des sanctions est précieuse en ce qu'elle offre à voir les risques encourus en cas de violation des principes généraux. Est-il pour autant souhaitable de consacrer cette hiérarchie au sein de la loi, et de contraindre les autorités à retenir une sanction préventive lorsqu'elle est envisageable, ou de toujours préférer les mesures correctives à celles répressives ? La réponse est délicate. La corrélation entre comportement illicite et sanction encourue existe en matière d'action administrative²⁷⁷³. Elle pourrait donc être aménagée en droit des offres. Une telle innovation emporterait son lot d'avantages, mais aboutirait aussi à diminuer la marge de manœuvre des autorités. Il reviendra au législateur d'effectuer cet arbitrage.

²⁷⁷³ V. not. art. 1729 Code gén. impôts.

926. Conclusion Titre 2. L'approche générique des principes esquisse les premiers traits d'un régime commun aux principes généraux du droit des offres. Mises en perspective, les règles d'applications communes aux différents principes offrent à voir la portée considérable qui leur est attachée et, dans le même temps, la mesure avec laquelle ils sont mobilisés.

Chargés d'assurer le bon déroulement des offres, les principes généraux sont dotés d'un champ d'application particulièrement étendu. Plus vaste que celui attribué par le Règlement général, il leur permet d'appréhender des actes qui, par la qualité de leur auteur, leur matérialité ou leur temporalité, échapperaient aux prises des dispositions réglementaires. De la même façon, les critères choisis pour vérifier la conformité des actes aux principes sont suffisamment élastiques pour saisir aussi bien les entorses directes et actuelles, que celles détournées ou potentielles. L'intensité des principes généraux se reflète encore dans la valeur juridique qui leur est attribuée. S'ils appartiennent à l'ordre public économique, les principes s'articulent toutefois mal avec la conception traditionnelle de la hiérarchie des normes, leur rang étant susceptible de varier selon les circonstances et la volonté de l'autorité qui les mobilise. L'importance attachée au respect des principes s'exprime enfin au niveau des sanctions assorties à leur violation. En effet, les autorités recherchent moins à punir qu'à faire cesser l'atteinte portée aux principes généraux, ce qui explique certaines singularités, comme les modalités de désignation du débiteur tenu de faire cesser l'illicéité et l'existence d'une hiérarchie entre les sanctions disponibles, hiérarchie au sommet de laquelle figurent les sanctions préventives, préférées à celles correctives et répressives.

La recherche des règles d'application communes aux principes généraux a ensuite été l'occasion de signaler la mesure avec laquelle les principes sont mobilisés. Ainsi, le large domaine d'application des principes ne doit pas faire oublier les limites dans lesquelles leurs effets sont contenus. Le critère dégagé par la jurisprudence pour encadrer l'application temporelle des principes, qui repose sur le lien intellectuel qui unit les actes à l'offre déposée, et qui est assorti d'un *maxima* temporel, l'illustre. La recherche d'équilibre entre la mise en œuvre des principes et la marge de liberté allouée aux participants à l'offre se traduit également par la faculté, laissée aux actionnaires, de renoncer au bénéfice du principe d'égalité. La mesure dont font preuve les autorités se retrouve enfin au niveau des sanctions prononcées. Si la sanction retenue en cas de manquement aux principes est celle qui, dans un contexte donné, sera la plus apte à faire cesser l'illicéité, le choix final portera toujours sur la mesure la plus proportionnée au regard du but recherché.

Les développements qui précèdent n'ont pas simplement consisté à présenter le droit positif. Ils ont aussi proposé plusieurs améliorations du cadre juridique. Pour remédier aux torts causés par l'effectivité partielle des principes généraux, la mise en place d'un contrôle

systematique du respect des principes et d'une motivation plus riche ont été préconisées. Il a également été suggéré d'amender l'actuel article 231-3 du Règlement général et d'élaborer une doctrine AMF relative aux principes généraux pour mieux rendre compte des effets qui leur sont attachés. Enfin, deux propositions ont porté sur les compétences attribuées aux autorités. La première serait d'inciter les juridictions à préférer la suspension des contrats à leur annulation pour contrariété aux principes des offres. La seconde serait d'autoriser l'AMF à assortir d'une astreinte son pouvoir d'injonction directe afin de faciliter la correction des manquements commis en cours d'offre.

927. Conclusion Partie 2. Les principes généraux ne revêtent ni la même portée, ni les mêmes fonctions que les principes directeurs. Principes de terrain, l'application des principes généraux permet aux autorités de dépasser la lettre des textes et de compléter le système juridique en fournissant une réponse adéquate à un litige donné. Ils assurent l'adaptation de la réglementation au jeu complexe des rapports économiques. Constituent-ils pour autant des normes insaisissables, déduites de la seule conscience intérieure des autorités ? Leur étude a démontré le contraire.

En effet, les recherches ont révélé que les principes généraux étaient tous identifiables et qu'il était possible de dépasser l'abstraction de leur énoncé pour en saisir les conséquences concrètes. Les effets et les virtualités attachés au principe d'égalité de traitement, au principe de liberté des offres et des surenchères, et au principe de loyauté dans les transactions et la compétition ont pu être présentés. Les travaux se sont également efforcés de réaliser une tâche encore jamais entreprise, celle d'extraire les règles partagées par les différents principes. Inédite, cette approche collective des principes généraux a mis en évidence leur unité et a permis d'isoler plusieurs règles d'applications communes, qui touchent aussi bien au champ d'application des principes, qu'à leur mise en œuvre et aux sanctions qui leur sont assorties. Évidemment, et que la focale soit individuelle ou générale, l'étude n'a jamais caché les incertitudes et incohérences qui entourent parfois le jeu des principes. Les développements ont cependant tâché d'expliquer la cause de chaque difficulté avant de proposer une solution pour les résoudre ou les dépasser.

La démarche a également souhaité apporter un éclairage nouveau sur le droit des offres publiques. En distinguant les principes généraux des offres proprement dits, de ceux qui, bien qu'appelés à jouer un rôle en période d'offre, ne sont pas spécifiques à la matière pour autant, la recherche a explicité l'articulation de la réglementation des offres avec les autres branches du droit. Elle a montré que cette réglementation n'est pas étrangère aux considérations qui lui sont extérieures. Des principes issus du droit des sociétés ou de la matière financière continuent à jouer en période d'offre. Tandis que certains produisent leurs effets avec la même intensité, d'autres voient leur portée diminuée. Enfin, l'utilisation de plusieurs concepts tirés du droit des obligations, du droit des sociétés et du droit de la concurrence, s'est révélée indispensable pour saisir les modalités de mise en œuvre des principes propres aux offres publiques, rappelant ainsi que l'étude d'une branche du droit ne peut s'opérer sans puiser à d'autres sources.

CONCLUSION GÉNÉRALE

928. Du désordre naît l'ordre. Un sentiment d'extraordinaire chaos saisit l'ambitieux qui s'aventure à étudier les principes des offres publiques d'acquisition. Opérations financières controversées, les offres publiques semblent *a priori* régies par une réglementation dénuée de cohérence, construite au gré des batailles boursières et des tendances politiques. Apparenté à un assemblage parcellaire de normes techniques, le droit des offres serait en outre contaminé par son intimité avec la matière économique, proximité qui aboutirait à l'affadir. À ces premières impressions s'en ajoute une dernière, liée non plus au domaine de l'étude, mais à son objet. Régulièrement dénoncée, la polysémie entourant le mot « principe » incite à y voir un concept insaisissable dont l'usage excessif nuirait à la science juridique. La tentation est alors grande de revenir sur l'ambition de départ. Les particularités du droit des offres et les fonctions généralement attachées aux principes poussent néanmoins à dépasser ces premiers sentiments et à considérer le sujet sans conclusions préconçues. Pour ce faire, une méthode de recherche et des critères de mise en ordre ont été établis. Leur combinaison a permis de dégager deux catégories de principes, celle de principes directeurs et celle de principes généraux, et d'en poser des définitions opératoires. Si ces deux catégories partagent une certaine unité conceptuelle, les principes directeurs et généraux revêtent des fonctions foncièrement distinctes.

929. Découverte des principes directeurs et progression de la connaissance juridique. Les recherches ont mené à ériger la transparence et la protection des non-contrôlaires au rang de principes directeurs des offres publiques. Ces principes encadrent l'habilitation normative de l'AMF et apportent à la matière son identité. Principes souterrains, ils dotent la réglementation des offres d'une colonne vertébrale et font système en ce qu'ils organisent la diversité des dispositions réglementaires en un tout logique. Timoniers, ils guident l'interprétation des règles techniques et indiquent les futures directions du droit des offres. Les principes directeurs constituent ainsi des outils de progression du droit : ils améliorent la compréhension du droit positif et dévoilent ce que pourrait être la réglementation de demain si les tendances actuelles venaient à se prolonger. Une synthèse des prédictions opérées figure en annexe.

930. Découverte des principes généraux et progression de la connaissance juridique. À la première catégorie s'ajoute celle des principes généraux des offres, composée des principes d'égalité de traitement, de liberté des offres et des surenchères, et de loyauté dans

les transactions et la compétition. Destinés à servir les objectifs fixés par les principes directeurs, les principes généraux emportent des effets qui dépassent la lettre des textes et encadrent les conduites dans le contexte d'une offre. Principes de terrain dotés de conséquences extra-légales, ils sont aptes à saisir l'inattendu et tempèrent la rigueur des expressions écrites délibérément figées. Ils assurent la complétude du système juridique et constituent une digue face à l'inflation législative. Loin d'être le fruit de simples vues doctrinales, les incidences propres aux principes généraux ont pu être déterminées à partir des décisions rendues. L'étude de la jurisprudence a été l'occasion de déconstruire certaines croyances et d'afficher les virtualités attachées à chaque principe. L'étude a également conduit à dénier la qualification de principes généraux à plusieurs impératifs, faute pour eux de produire des conséquences particulières en période d'offre. Les recherches menées ont enfin permis d'initier une réflexion quant à l'existence de règles d'application communes à l'ensemble des principes généraux et de poser les jalons d'une théorie générale en la matière.

931. Équivoques des principes et perfectionnement de la science juridique. Les développements ont démontré que la réglementation des offres ne constituait pas une branche du droit à la marge du monde juridique. Ils n'ont toutefois pas cherché à camoufler les incohérences qui frappent parfois les solutions retenues. Si certains illogismes touchent à la substance des principes tandis que d'autres sont propres à la manière dont ils sont mobilisés, tous s'expliquent par le fait que les principes ne sont que le produit de l'intellect humain. En outre, et parce que toute œuvre de l'esprit est toujours susceptible d'être perfectionnée, aucune de ces incohérences n'apparaît irrémédiable. Plusieurs propositions ont été formulées afin d'y mettre un terme. Elles sont rappelées en annexe.

932. L'avenir des principes. Il reste que si l'opportunité d'user de notions souples s'apprécie à l'aune de la prévisibilité des conséquences qui en découlent, les incohérences précédemment dénoncées ne doivent pas peser trop lourdement sur l'intérêt de recourir aux principes des offres, dont la jeunesse excuse encore le manque de maturité. Il faut seulement souhaiter que la recherche qui se clôture ici incite, dans le futur, à faire un usage plus réfléchi des principes.

ANNEXE

PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS LÉGISLATIVES ET RÉGLEMENTAIRES

Paragraphe	Article	Rédaction proposée
	Règlement général de l'AMF	
378	Révision de l'art. 223-14	<p>III. La déclaration précise en outre : [...]</p> <p>3° s'il y a lieu, l'évolution de la participation entre le jour où le franchissement de seuil se réalise et le jour où sa déclaration est effectuée.</p>
862	Révision de l'art. 231-3	<p>En vue d'un déroulement ordonné des opérations et afin de servir les objectifs de transparence et de protection des actionnaires, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter les principes de libre jeu des offres et de leurs surenchères, de loyauté dans les transactions et la compétition ainsi que d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres visés par l'offre.</p> <p>Lorsqu'une société est en situation avérée de difficulté financière, son sauvetage autorise à déroger aux dispositions prévues au sein du présent titre dans les conditions fixées par l'AMF.</p>
862	Révision de l'art. 231-7	<p>Pendant la période d'offre publique, si le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance des sociétés concernées, décident de prendre une décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, ils en informent l'AMF.</p>
578	Révision de l'art. 232-11	<p>L'initiateur peut renoncer à son offre publique dans le délai de cinq jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. [...]</p> <p>Lorsque l'initiateur est l'auteur d'une offre concurrente, il peut renoncer à son offre en cas de découverte d'une information essentielle inconnue par lui au jour du dépôt de son offre.</p> <p>Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3.</p>

397	Révision de l'art. 234-5	Supprimer la tolérance à l'égard des acquisitions qui n'excèdent pas 1% du capital ou des droits de vote.
437	Révision de l'art. 234-7	<p><i>L'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert : [...]</i></p> <p><i>2° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seuls ou de concert, entre 30 % et la moitié du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci demeurent prédominants, et qu'à l'occasion de cette mise en concert ils ne franchissent pas l'un des seuils visés aux articles 234-2 et 234-5.</i></p> <p><i>L'AMF peut également constater qu'il n'y a pas matière à déposer une offre lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui entendent se substituer à un ou plusieurs actionnaires au sein d'un concert qui contrôle déjà la société, à condition que cette substitution ne concerne pas l'actionnaire prédominant et n'affecte pas l'équilibre existant au sein du concert. [...]</i></p> <p><i>Dans tous les cas susvisés, tant que l'équilibre au sein du concert n'est pas significativement modifié par référence à la situation constatée lors de la déclaration initiale, il n'y a pas lieu de déposer un projet d'offre publique.</i></p>
410 et s.	Révision de l'art. 234-9 1°	Supprimer les cas de dérogation visés au 1° de l'article
416	Révision de l'art. 234-9 3° et 4°	<p><i>Les cas dans lesquels l'AMF peut accorder une dérogation sont les suivants : [...]</i></p> <p><i>Dans les cas prévus aux 3° et 4°, si l'opération envisagée aboutit à opérer un changement de contrôle au sein de la société concernée, l'obtention de la dérogation est conditionnée à l'approbation de l'opération par la majorité des actionnaires indépendants</i></p>
365	Introduction d'un art. 234-9 bis.	<p><i>Lorsque le total des participations d'actionnaires agissant de concert au sein d'une société est supérieur ou égal aux seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5, les parties au concert sont tenues d'informer l'AMF de toute évolution susceptible de modifier l'équilibre général du concert. L'information porte sur les mouvements qui affectent la répartition des participations et sur les modifications des prérogatives prévues par le pacte de mise en concert.</i></p> <p><i>En cas de modification de l'équilibre général du concert, le nouvel actionnaire prédominant est tenu de déposer un projet d'offre publique sur les titres de la société contrôlée. Toute dérogation à l'obligation de déposer une offre précédemment obtenue par le concert est déclarée caduque.</i></p>

404	Révision de l'art. 236-1	<p><i>Lorsque les titres d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, ou ont cessé de l'être, le détenteur de titres illiquides peut demander à l'AMF de requérir de l'actionnaire majoritaire le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.</i></p> <p><i>L'AMF se prononce sur la demande qui lui est présentée en fonction des caractéristiques du marché considéré et de la situation particulière des minoritaires à l'origine de la saisine. L'AMF peut notamment prendre en considération la bonne foi du demandeur, le volume moyen d'échange des titres et les perspectives d'évolutions des conditions de cession de ces titres.</i></p> <p><i>Si la demande est déclarée recevable, l'AMF la notifie à l'actionnaire majoritaire qui est alors tenu de déposer un projet d'offre libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme.</i></p>
405	Introduction d'un art. 236-1-1	<p><i>Lorsqu'à l'issue d'une offre, l'actionnaire d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen vient à détenir, seul ou de concert, au moins 90 % du capital et des droits de vote de la société, le détenteur de titres conférant des droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander à l'AMF, dans un délai de 3 mois après la clôture de l'offre, de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.</i></p> <p><i>Le projet d'offre publique de retrait déposé doit être libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF. Sauf dans l'hypothèse où des événements susceptibles d'influer sur la valeur des titres concernés sont intervenus durant la période intercalaire, la contrepartie offerte est au moins équivalente à celle proposée dans l'offre précédant la demande de retrait.</i></p>
Code de commerce		
371	Révision de l'art. L.22-10-11	<p><i>Pour les sociétés dont des titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le rapport mentionné au dernier alinéa de l'article L.225-37 expose et, le cas échéant, explique les éléments suivants lorsqu'ils sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique d'achat ou d'échange :</i></p> <p>[...]</p> <p><i>11° Tout dispositif légal ou réglementaire auquel se trouve soumise la société en raison de son activité et qui restreint la libre acquisition des titres qui composent son capital .</i></p>

382	Révision de l'art. L.233-4	<i>Toute participation au capital même inférieure à 10 % détenue par une société contrôlée est considérée comme détenue indirectement par la personne physique ou morale qui contrôle cette société.</i>
382	Révision de l'art. L.233-7	<i>V. Les obligations d'information prévues aux I, II et III ne s'appliquent pas : [...] 2° Lorsque la personne mentionnée au I est contrôlée, au sens de l'article L. 233-3, par une personne physique ou morale soumise à l'obligation prévue aux I à III pour les actions détenues par la première ou que cette dernière est elle-même contrôlée, au sens de l'article L. 233-3, par une autre personne physique ou morale soumise à l'obligation prévue aux I à III pour ces mêmes actions.</i>
425	Révision de l'art. L.233-10-1	<i>Pour l'application des règles relatives aux offres publiques d'acquisition, sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord visant à obtenir le contrôle d'une société. Sont également considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord afin de faire échouer une offre dont une société fait l'objet.</i>
378	Révision de l'art. R.233-1	<i>Pour l'application du I de l'article L.233-7, l'information est adressée à la société au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation. L'information précise, s'il y a lieu, l'évolution de la participation entre le jour où le franchissement de seuil se réalise et le jour où sa déclaration est effectuée.</i>
Code monétaire et financier		
425	Révision de l'art. L.433-3 I (i)	Supprimer la référence à l'article L.233-10 et renvoyer à l'article L.233-10-1 du Code com.
392 et 393	Révision de l'art. L.433-3 I (ii)	<u>Proposition n°1 :</u> <i>I bis. Les dispositions du I trouvent également à s'appliquer à toute personne qui dispose, seule ou de concert, directement ou indirectement, du pouvoir de désigner la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance d'une société cotée. Ce pouvoir est présumé lorsque cette personne détient plus du vingtième des titres de capital ou des droits de vote de la société visée et qu'aucun autre actionnaire ne détient, dans les mêmes conditions, une participation supérieure à la sienne.</i> <u>Proposition n°2 :</u> <i>I bis. Les dispositions du I sont également présumées s'appliquer à toute personne qui, agissant seule ou de concert, vient à détenir plus du vingtième des titres de capital ou des droits de vote d'une société, dès lors qu'aucun autre actionnaire ne détient, seul ou de concert, une fraction supérieure à la sienne.</i>

397	Révision de l'art. L.433-3 I (iii)	Supprimer la tolérance à l'égard des acquisitions qui n'excèdent pas 1% du capital ou des droits de vote.
404	Révision de l'art. L.433-4	<p>I. <i>Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions applicables aux procédures d'offre et de demande de retrait dans les cas suivants : [...]</i></p> <p>2 bis° <i>Lorsque les actions d'une société mentionnée au 2° sont devenues illiquides</i></p>
916	Révision de l'art. L.621-14 II	<p>II. <i>Le collège peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux manquements aux obligations résultant des règlements européens, des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de marché et la divulgation illicite d'informations privilégiées mentionnées aux c) et d) du II de l'article L.621-15, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés ou à tout autre manquement aux obligations relatives à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme prévues aux chapitres I et II du titre VI du livre V du présent code. En cas de manquement aux obligations prévues à l'article 231-3 du RG AMF [ajout éventuel d'autres dispositions], le collège peut assortir sa décision du prononcé d'une astreinte dans la limite d'un montant maximal de [à déterminer] par jour de retard. Ces décisions sont rendues publiques dans les conditions et selon les modalités prévues au V du même article L.621-15.</i></p>
	Code du travail	
432	Révision de l'art. L.2312-42	<p><i>Lors du dépôt d'une offre publique d'acquisition, l'employeur de l'entreprise sur laquelle porte l'offre et l'employeur qui est l'auteur de cette offre réunissent immédiatement leur comité social et économique respectif pour les en informer.</i></p> <p><i>Avant le dépôt de l'offre et par exception à l'article L.2312-8, la consultation du comité social et économique de l'entreprise éventuellement visée par une offre future n'est pas exigée. [...]</i></p>

PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS DE LA PRATIQUE DÉCISIONNELLE

Paragraphe	Modifications envisagées
345 et s.	Mettre fin aux dénaturations perpétrées au nom des principes directeurs des offres.
438 et s.	Accepter que la réussite d'une offre volontaire puisse être conditionnée à l'obtention de 90% ou 95% du capital et des droits de vote de la société visée.
535 et s.	Tolérer les mesures de défense qui n'ont vocation à jouer qu'à l'encontre d'un initiateur particulier.
557 et s.	Exclure les engagements d'apport à l'offre du champ du principe de libre jeu.
567	Recourir à un critère appréciant l'utilité réelle des clauses de <i>break up fees</i> souscrites par la société visée en lieu et place du critère qui consiste actuellement à comparer abstraitement le montant de l'indemnité avec les fonds propres de la société visée.
572	Exclure les clauses de <i>break up fees</i> souscrites par les destinataires de l'offre du champ du principe de libre jeu des offres et des surenchères.
579	Ouvrir l'accès des <i>data rooms</i> à tout compétiteur potentiel de bonne foi ayant conclu un accord de confidentialité avec la société visée et qui s'engagerait à n'user des informations reçues qu'aux seules fins de déposer une offre.
721, 722, 728 et 740	Consacrer un nouveau principe général de sauvetage des sociétés en difficulté financière avérée.
846 et s.	Introduire un contrôle systématique et apparent du respect des principes généraux lorsque l'autorité est appelée à apprécier la conformité d'une offre publique ou à examiner des pratiques pour lesquelles l'état du droit n'apparaît pas totalement fixé.
850 et s.	Développer une motivation enrichie au sein des décisions qui se prononcent sur la conformité d'un acte aux principes généraux.
863 et s.	Élaborer une doctrine AMF propre aux principes généraux des offres.
911	Préférer la suspension du contrat au prononcé de sa nullité en cas de contrariété aux principes généraux.

BIBLIOGRAPHIE

I. Ouvrages généraux, traités, précis, manuels

- C. ALBIGES, *Introduction au droit*, 3^e éd., Larcier, 2016
- C. AMBROISE-CASTÉROT, Ph. BONFILS, *Procédure pénale*, 4^e éd., PUF, 2022
- A.-J. ARNAUD (dir.), *Dictionnaire encyclopédique de théorie et de sociologie du droit*, LGDJ, 1993
- J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil*, 18^e éd., Sirey, 2020
- J. AZÉMA, *Le Droit français de la concurrence*, PUF, 1989
- G. BARSÌ, *Les O.P.A en France, droit et pratique*, Nathan, 1988
- P. BÉZARD, *Les offres publiques d'achat*, Masson, 1982
- Th. BONNEAU, L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, EFE, 1999
- Th. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010
- Th. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, 4^e éd., LGDJ, 2023
- B. BOULOC, *Procédure pénale*, 28^e éd., Dalloz, 2022
- R. CABRILLAC, *Introduction générale au droit*, 14^e éd., Dalloz, 2021
- J. CARBONNIER, *Droit civil, Introduction*, 27^e éd., 2002
- J. CARBONNIER, *Droit civil, Les obligations*, t.4, 22^e éd., PUF, 2000
- H. CAUSSE, *Droit bancaire et financier*, Mare & Martin, 2016
- S. CHIKH, P. GRANDIN, *Finance Comportementale*, Economica, 2016
- G. CORNU, *Introduction au droit*, 13^e éd., LGDJ, 2007
- P. COURBE, J.-S. BERGÉ, *Introduction générale au droit*, 17^e éd., Dalloz, 2021
- A. COURET, G. HIRIGOYEN, *Les OPA*, Que sais-je, 1992
- A. COURET, H. Le NABASQUE, M.-L. COQUELET, Th. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, 3^e éd., Dalloz, 2019
- G. CORNU (dir.), *Vocabulaire Juridique*, 14^e éd., PUF, 2022
- M. COZIAN, A. VIANDIER, *Droit des sociétés*, 8^e éd., Litec, 1995
- M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 36^e éd., LexisNexis, 2023
- J. DABIN, *Théorie générale du droit*, Dalloz, 1969

J.-J. DAIGRE, *Les offres publiques en bourse, aspect juridique*, Banque, 2001

P. DEUMIER, *Introduction générale au droit*, 7^e éd., LGDJ, 2023

F. DESPORTS, L. LAZERGES-COUSQUER, *Traité de procédure pénale*, 4^e éd., Economica, 2015

J. DEVÈZE, A. COURET, I. PARACHKÉVOVA-RACINE, Th. POULAIN-REHM, M. TELLER, *Lamy droit du financement*, Lamy Liaisons, 2023.

P. DIDIER, *Droit commercial*, t.3, Themis, 1993

F. DRUMMOND, *Droit financier*, Economica, 2020

A. ERNOULT, A. MILLET (dir.), *Dictionnaire étymologique de la langue latine*, 4^e éd., Klincksieck, 1959

M. FABRE-MAGNAN, *Droit des obligations*, t.1, 6^e éd., PUF, 2021

B. FAGES, *Droit des obligations*, 13^e éd., LGDJ, 2023

J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Les obligations, L'acte juridique*, 16^e éd., Sirey, 2014

F. GAFFIOT, *Dictionnaire illustré latin-français*, Hachette, 1934

P.-Y. GAUTIER, *Droit de la propriété littéraire et artistique*, LGDJ, 2021

M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, t.2, 23^e éd., LGDJ, 2022

J. GHESTIN, G. GOUBEAUX, M.-A. FRISON-ROCHE, *Traité de droit civil, introduction générale*, t.1, 4^e éd., LGDJ, 1994

J. GHESTIN, G. LOISEAU, Y.-M. SERINET, *La formation du contrat, le contrat, le consentement*, t.1, 4^e éd., LGDJ, 2013

J. GHESTIN, G. LOISEAU, Y.-M. SERINET, *La formation du contrat : l'objet et la cause – Les nullités*, t.2, 4^e éd. LGDJ, 2013

J. GHESTIN, H. BARBIER, J.-S. BERGÉ, *Introduction générale*, t.1, 5^e éd., LGDJ, 2018

E. F. GREENE, A. L. BELLER, et alii., *U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, 12th ed., Wolters Kluwer, 2018

S. GUINCHARD, J. BUISSON, *Procédure pénale*, 15^e éd., LexisNexis, 2022

M. GUYOMAR, B. SEILLER, *Contentieux administratif*, 6^e éd., Dalloz, 2021

J. HÉRON, Th. Le BARS, *Droit judiciaire privé*, 6^e éd., LGDJ, 2015

W. JEANDIDIER, *Droit pénal des affaires*, 4^e éd., Dalloz, 2000, n°115

C. LARROUMET, *Introduction à l'étude du droit privé*, t.1, 5^e éd., Economica, 2006

P. Le CANNU, B. DONDERO, *Droit des sociétés*, 10^e éd., LGDJ, 2023

P.-M. Le CORRE, *Droit et pratique des procédures collectives*, 12^e éd., Dalloz, 2023

A. LEPAGE, P. MAISTRE Du CHAMBON, R. SALOMON, *Droit pénal des affaires*, 6^e éd., LexisNexis, 2020

J.-G. LOCRÉ, *La législation civile, commerciale et criminelle de la France*, t.21, Treuttel et Wurtz, 1830

Cl. LUCAS De LEYSSAC, G. PARLEANI, *Droit du marché*, PUF, 2002

E. MACKAY, S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 3^e éd., Dalloz, 2021

Ph. MALAURIE, P. MORVAN, *Introduction au droit*, 8^e éd., LGDJ, 2020

Ph. MALAURIE, L. AYNÈS, Ph. STOFFEL-MUNCK, *Droit des obligations*, 12^e éd., LGDJ, 2022

Ph. MALAURIE, N. PETERKA, *Droit des personnes. La protection des mineurs et des majeurs*, 12^e éd., LGDJ, 2022

Ph. MALINVAUD, N. BALAT, *Introduction à l'étude du droit*, 23^e éd., LexisNexis, 2023

Ph. MALINVAUD, M. MEKKI, J.-S. SEUBE, *Droit des obligations*, 17^e éd., Lexis Nexis, 2023

G MARTY, P. RAYNAUD, *Introduction générale à l'étude du droit*, t.1, 2^e éd., Sirey, 1972

H. L. et J. MAZEAUD, F. CHABAS, *Introduction à l'étude du droit*, t.1, 11^e éd., Montchrestien, 1996

Ph. MERLE, A. FAUCHON, *Droit commercial : sociétés commerciales*, 27^e éd., 2023, Dalloz

J. MESTRE, W. CHAIEHLOUDJ, J. HEINICH, S. LACROIX-De SOUSA, M. LAROCHE, G. LOUSTALET, A.-S. MESTRE-CHAMI, P.-L. PERIN, D. VELARDOCCHIO, *Lamy sociétés commerciales*, Wolters Kluwer 2023

J.-M. MOULIN, J.-C. PAGNUCCO, *Le droit de l'ingénierie financière*, Lextenso, 2023

A.-C. MULLER, *Droit financier, les opérations de marché*, Economica, 2023

D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3^e éd., Litec, 2008

J. PERCEROU, *Des faillites & banqueroutes et des liquidations judiciaires*, t.1, 2^e éd., Rousseau, 1935

F. PÉROCHON, *Entreprises en difficulté*, 11^e éd., LGDJ, 2022

P. PESCATORE, *Introduction à la science du droit*, 2^e réimp., Bruylant, 2009

H. PETER, P. BOVEY, *Droit suisse des OPA*, Stämpfli, 2013

N. PETIT, *Droit européen de la concurrence*, 3^e éd., LGDJ, 2020

M. PRIEUR, *Droit de l'environnement*, 8^e éd., Dalloz, 2019

L. ROBLIN, *Les O.P.A.*, Dunod, 1969

H. ROLAND, L. BOYER, *Introduction au droit*, Litec, 2003

P. ROUBIER, *Théorie générale du droit. Histoire des doctrines juridiques et philosophie des valeurs sociales*, 2^e éd., Sirey, 1951

D. ROUSSEAU, P.-Y. GAHDOUN, J. BONNET, *Droit du contentieux constitutionnel*, 12^e éd., LGDJ, 2020

C. SAINT-ALARY-HOUIN, M.-H. MONSÉRIÈ-BON, C. HOUIN-BRESSAND, *Droit des entreprises en difficulté*, 13^e éd., LGDJ, 2022

P. SERLOOTEN, O. DÉBAT, *Droit fiscal des affaires*, 20^e éd., Dalloz, 2021

F. STASIAK, *Droit pénal des affaires*, 2^e éd., LGDJ, 2009

F. TERRÉ, N. MOLFESSIS, *Introduction générale au droit*, 15^e éd., Dalloz, 2023

F. TERRÉ, Ph. SIMLER, Y. LEQUETTE, F. CHÉNEDÉ, *Les obligations*, 13^e éd., Dalloz, 2022

H. De VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001

A. VIANDIER, *OPA, OPE, garantie de cours, retrait, OPV, droit des offres publiques*, 2^e éd., Litec, 1993

A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 1999

A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 3^e éd., Francis Lefebvre, 2006

A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, 5^e éd., Francis Lefebvre, 2014

L. VOGEL, *Droit européen des affaires*, 2^e éd., Dalloz, 2019

P. VOIRIN, G. GOUBEAUX, *Introduction au droit*, 40^e éd., LGDJ, 2020

J. WALINE, *Droit administratif*, 28^e éd., Dalloz, 2020

II. Ouvrages spéciaux, monographies et thèses

P. AIDAN, *Droit des marchés financiers, réflexions sur les sources*, av.-propos F. Demarigny, préf. X. Boucobza, Banque, 2001

G. BACHELARD, *La formation de l'esprit scientifique*, 5^e éd., Vrin, 1967

N. BALAT, *Essai sur le droit commun*, préf. M. Grimaldi, LGDJ, 2016

J.-B. BARBIÈRI, *L'ordre sociétaire*, préf. A. Gaudemet, LGDJ, 2021

I. BAZZI, *La commercialisation des produits financiers et la protection de l'investisseur*, préf. A. Couret et Th. Granier, IRJS, 2014

D. De BECHILLON, *Qu'est ce qu'une règle de droit ?*, Odile Jacob, 1997

M. De BECHILLON, *La notion de principe général en droit privé*, préf. B. Saintourens, PUAM, 1998

A. BÉNABENT, *La chance et le droit*, préf. J. Carbonnier, LGDJ, 1973

J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit*, 4^e éd., Dalloz, 2003

F. BLANC, *Les engagements dans le droit français des concentrations*, préf. Y. Gaudemet, LGDJ, 2015

C. BLOCH, *La cessation de l'illicite, Recherche sur une fonction méconnue de la responsabilité civile extracontractuelle*, av.-propos Ph. Le Tourneau, préf. R. Bout, Dalloz, 2008

N. BOBBIO, *De la structure à la fonction*, Dalloz, 2012, p.155

C. BOBILLIER, *La liberté contractuelle à l'épreuve des marchés financiers*, (dir.) Y. Reinhard, Lyon 3, 2015

H. BONIN et B. BLANCHETON, *Crises et batailles boursières aux XX^eme et XXI^eme siècles*, Droz, 2017

G. BONNEL, *Le principe juridique écrit et le droit de l'environnement*, (dir.) M. Prieur, Limoges, 2005

- X. BOUCOBZA, *L'acquisition internationale de société*, préf. Ph. Fouchard, LGDJ, 1998
- M.-E. BOURSIER, *Le principe de loyauté en droit processuel*, préf. S. Guinchard, Dalloz, 2003
- F. BRUNET, *La normativité en droit*, préf. E. Picard, *post script*. A. Supiot, Mare & Martin, 2012
- D. BUREAU, *Les sources informelles du droit dans les relations privées internationales*, (dir.) Y. Loussouarn, Panthéon Assas, 1992
- J. CABY, *Motivations et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France (1970-1990)*, (dir.) J. Allouche, Nancy 2, 1994
- E. CASIMIR, *Les catégories d'actionnaires*, (dir.) D. Cohen, Panthéon Assas, 2015
- J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, préf. F. Drummond, Dalloz, 2014
- V. CHAMPEILS-DESPLATS, *Les principes fondamentaux reconnus par les lois de la république*, préf. M. Troper, Economica, 2001
- V. CHAMPEIL-DESPLATS, *Méthodologies du droit et des sciences du droit*, Dalloz, 2014
- A.-L. CHAMPETIER De RIBES-JUSTEAU, *Les abus de majorité, de minorité et d'égalité, étude comparative des droits français et américain des sociétés*, préf. J.-J. Daigre, Dalloz, 2010
- J.-P. CHAUDET, *Les principes généraux de la procédure administrative contentieuse*, préf. J. Moreau, LGDJ, 1967
- E. CLAUDEL, *Ententes anti-concurrentielles et droit des contrats*, (dir.) M.-C. Boutard-Labarde, Paris 10, 1994
- P. CLERMONTTEL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. Molfessis, Joly, 2009
- P.-H. CONAC, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC*, préf. Y. GUYON, LGDJ, 2002
- P. CORDONNIER, *De l'égalité entre actionnaires, droit français et législation comparée*, Rousseau, 1924
- Y. De CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, préf. G. Horsmans, Bruylant, 2004
- G. CORNU, *Linguistique juridique*, 3^e éd., LGDJ, 2005
- J. DABIN, *La technique de l'élaboration du droit positif spécialement du droit privé*, Bruylant, Sirey, 1935
- F. DEBOISSY, « Le droit des sociétés : l'expérimentation de la panoplie des sanctions », in *Dépénalisation, régulation et renouvellement des sanctions en droit comparé des affaires*, (dir.) B. Saintourens, Litec, 2009, p.71
- D. DECHENEAUD, *L'égalité en matière pénale*, préf. P. Maistre du Chambon, LGDJ, 2008
- N. DECOOPMAN, *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, préf. B. Oppetit, Economica, 1980
- M. DELMAS-MARTY, *Pour un droit commun*, Seuil, 1994
- M. DELMAS-MARTY, *Le relatif et l'universel*, Seuil, 2004
- V. DEMERS, *Le contrôle des fumeurs. Une étude d'effectivité du droit*, Thémis, 1996

- O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, préf. H. Synvet, Dalloz, 2012
- J. DOMAT, *Les lois civiles dans leur ordre naturel*, t.1, J.-B. Coignard, 1689
- F. DREIFFUS-NETTER, *Les manifestations de volonté abdicatives*, préf. A. Rieg, LGDJ, 1985
- M. DUGUÉ, J. TRAULLÉ (dir.), *La motivation enrichie des arrêts rendus par la Cour de cassation*, LexisNexis, 2023
- R. DUMONT, *Les devoirs de l'actionnaires*, préf. B. Fages, LGDJ, 2022
- E. DURKHEIM, *Les règles de la méthode sociologique*, 2^e éd., PUF, 1973
- R. DWORKIN, *Prendre les droits aux sérieux*, PUF, 1995
- S. FARGES, *L'ordre public sociétaire*, préf. A. Constantin, Dalloz, 2022
- G. FARJAT, *L'ordre public économique*, préf. B. Goldman, LGDJ, 1963
- B. FAUVARQUE-COSSON, *Libre disponibilité des droits et conflits de lois*, préf. Y. Lequette, LGDJ, 1996
- P. A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du code civil*, t.14, 1827
- M.-A. FRISON-ROCHE, S. BONFILS, *Les grandes questions du droit économique, introduction et documents*, PUF, 2005
- P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, *Les offres publiques d'acquisition, 10 ans d'application de la réglementation*, Larcier, 2018
- E. GAILLARD, *La théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, Imprimerie des Missions Africaines, 1932
- J.-B. GALVIN, *Les conflits d'intérêts en droit financier*, préf. A. Couret, IRJS, 2016
- L. GANNAGÉ, *La hiérarchie des normes et les méthodes du droit international privé. Étude de droit international privé de la famille*, préf. Y. Lequette, LGDJ, 2001
- E. GARAUD, *La transparence en matière commerciale*, (dir.) D. Legeais, Limoges, 1995
- F. GÉNY, *Méthode d'interprétation et sources en droit privé positif*, t.2, 2^e éd., préf. R. Saleilles, LGDJ, 1919
- F. GÉNY, *Science et Technique en droit privé positif*, t.3, Sirey, 1921
- V. GODÉ, *Volonté et manifestations tacites*, préf. J. Patarin, PUF, 1977
- C. GOLDIE-GENICON, *Contribution à l'étude des rapports entre le droit commun et le droit spécial des contrats*, préf. Y. Lequette, LGDJ, 2009
- M. GOUBINAT, *Les principes directeurs du droit des contrats*, (dir.) S. Bros, Grenoble Alpes, 2016
- S. GRAYOT, *Essai sur le rôle des juges civils et administratifs dans la prévention des dommages*, préf. G. Viney, LGDJ, 2009
- K. GRÉVIN-LEMERCIER, *Le devoir de loyauté en droit des sociétés*, préf. H. Le Nabasque, PUAM, 2013
- A. GRIDEL, *Marchés financiers et droit international privé*, (dir.) L. D'Avout, Panthéon Assas, 2021

- L. GROSCLAUDE, *Le renouvellement des sanctions en droit des sociétés*, (dir.) P. Le Cannu, Paris I, 1997
- C. GUELFUCCI-THIBIERGE, *Nullité, restitutions, responsabilité*, préf. J. Ghestin, LGDJ, 1992
- P. HAMMJE, *La contribution des principes généraux à la formation du droit international privé*, (dir.) P. Lagarde, Paris I, 1994
- F. Von HAYEK, *Law, Legislation and Liberty*, t.2, Routledge, 1998
- M. HEITZMANN-PATIN, *Les normes de concrétisation dans la jurisprudence du Conseil constitutionnel*, préf. M. Verpeaux, LGDJ, 2020
- D. HOUTCIEFF, *Le principe de cohérence en matière contractuelle*, préf. H. Muir Watt, t.1 et 2, PUAM, 2001
- F. VON HAYEK, *Law, Legislation and Liberty*, t.2, Routledge, 1998
- R. Von IHERING, *L'esprit du droit romain dans les diverses phases de son développement*, t.3, 3^e éd., A. Marescq, 1877
- R. Von IHERING, *L'évolution du droit*, 3^e éd., Marescq & Cie, 1901
- R. JABBOUR, *La bonne foi dans l'exécution du contrat*, préf L. Aynès, LGDJ, 2016
- Th. JAEGLÉ, *L'actionnaire de court-terme dans les offres publiques*, (dir.) Ph. Didier, Descartes, 2013
- R. JAPIOT, *Des nullités en matière d'actes juridiques, essai d'une théorie nouvelle*, Arthur Rousseau, 1909, p.748
- Ph. JESTAZ, Ch. JAMIN, *La doctrine*, Dalloz, 2004
- Ph. JESTAZ, *Les sources du droit*, Dalloz, 2005
- Ph. JESTAZ, *Le droit*, 9^e éd., Dalloz, 2016
- A. JOLY-DESCAMPS, *La protection des actionnaires dans les sociétés cotées*, (dir.) I. Urbain-Parléani, Paris I, 2008
- B. KEITA, *Essai sur la contribution de la Commission des sanctions de l'AMF à la régulation financière*, préf. A. Couret, IRJS, 2017
- H. KELSEN, *Théorie pure du Droit*, 2^e éd, Dalloz, 1962
- J.-F. KERLÉO, *La transparence en droit. Recherche sur la formation d'une culture juridique*, Préf. G. Tusseau, Mare et Martin, 2015
- R. KHORIATY, *Les principes directeurs du droit des contrats*, (dir.) D. Mazeaud, Panthéon Assas, 2011
- M. KLOEPFER-PELÈSE, *Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droits français et américain, De l'attribution du pouvoir de décision au regard de l'analyse économique du droit*, (dir.) H. Muir Watt, Paris I, 2007
- O. LAROQUE, *Les lois symboliques. Une étude à partir du droit de la propriété littéraire et artistique*, préf P.-Y. Gauthier, éd. Panthéon Assas, 2021
- H. LÉCUYER, *La théorie générale des obligations dans le droit patrimonial de la famille*, (dir.) G. Cornu, Panthéon Assas, 1993

- G. LEKKAS, *L'Harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseurs. Étude comparée des règles en vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique*, préf. A. Viandier, LGDJ, 2000
- R. LIBCHABER, *L'ordre juridique et le discours du droit, essai sur les limites de la connaissance du droit*, LGDJ, 2013
- F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie de valeurs mobilières*, préf. L. Lorvellec, LGDJ, 1997
- L. LUCIENNE, *Specialia generalibus derogant*, préf. F. Leduc, Mare & Martin, 2023
- N. MACCORMICK, *Raisonnement juridique et théorie du droit*, PUF, 1996
- Ph. MALAURIE, *Les contrats contraires à l'ordre public, étude de droit civil comparé : France, Angleterre, URSS*, Matot-Braine, 1953
- V. MARCADÉ, *Explication théorique et pratique du code Napoléon*, t.1, 7^e éd., Delamotte et Fils éditeurs, 1873
- L. MARIGNOL, *La prévisibilité en droit des contrats*, (dir.) J. Julien, Toulouse, 2017
- P. MAZIÈRE, *Le principe d'égalité en droit privé*, préf. B. Teyssié, PUAM, 2003
- J. MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, préf. M. Germain, LGDJ, 2005
- P. De MONTALIVET, *Les objectifs de valeur constitutionnelle*, préf. M. Verpeaux, Dalloz, 2006
- B. MORON PUECH, *L'acte juridique, une réponse à la crise du contrat*, préf. D. Fenouillet, postface J. Combacau, LGDJ 2020
- R. MORTIER, *Le rachat par la société de ses droits sociaux*, préf. J.-J. Daigre Dalloz, 2003
- P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, préf. J.-L. Sourieux, éd. Panthéon-Assas, 1999
- J. MOUCHETTE, *La magistrature d'influence des autorités administratives indépendantes*, préf. P. Wachsmann, LGDJ, 2019
- J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme*, (dir.) D. Legeais, Paris V, 1999
- A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préf. H. Synvet, Economica, 2007
- M.-C. NAJM, *Principes directeurs du droit international privé et conflit de civilisations*, préf. Y. Lequette, Dalloz 2005
- M. NDIAYE, *L'inégalité entre associés en droit des sociétés*, (dir.) D. Poracchia, Paris I, 2017
- A. ORLÉAN, *L'empire de la valeur, refonder l'économie*, Points, 2013
- C. OUERDANE-AUBERT De VINCELLES, *Altération du consentement et efficacité des sanctions contractuelles*, préf. Y. Lequette, Dalloz, 2002
- J. PAILLUSSEAU, *La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise*, préf. Y. Loussouarn, Sirey, 1967
- F. PELTIER, *Marchés financiers et droit commun*, Banque, 2009

- Ch. PERELMAN, *Le raisonnable et le déraisonnable en droit, au-delà du positivisme juridique*, préf. M. Villey, LGDJ, 1984
- C. PÉRÈS-DOURDOU, *La règle supplétive*, préf. G. Viney, LGDJ, 2004
- Th. PIAZZON, *La sécurité juridique*, préf. L. Leveneur, Defrénois, 2009
- A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, (dir.) Y. Guyon, Paris I, 1999
- M. PICHARD, *Le droit à, étude de législation française*, préf. M. Gobert, Economica, 2006
- Y. PICOD, *Le devoir de loyauté dans l'exécution du contrat*, préf. G. Couturier, LGDJ, 1989
- PLATON, *Œuvres complètes*, t.1, La Pléiade, 1950
- H. POINCARÉ, *La Science et l'Hypothèse*, Ernest Flammarion, 1902
- J.-E. M. PORTALIS, *Discours préliminaire du premier projet de Code civil*, préf. M. Massenet, Confluences, 2004
- J. PRIEUR, P. GOYARD (dir.), *Seuils légaux et dimensions de l'entreprise. Droits commercial, fiscal, social et économique*, Litec, 1990
- G. PUYDEBOIS, *La transparence de la vie publique en France*, (dir.) F. Mélin-Soucramanien, Bordeaux, 2019
- J. RADIX HESS, *Les prises de contrôle rampantes*, (dir.) D. Cohen, Panthéon Assas, 2019
- J. RAWLS, *Théorie de la Justice*, Seuil, 1997
- M. REFAIT, *Le rôle économique des offres publiques d'achat et d'échange 1960-1990*, PUF, 1991
- S. RENARD, E. PÉCHILLON (dir.), *L'inapplication de la règle de droit, Exploration des contours d'un phénomène mal connu*, Mare & Martin, 2020.
- A. REYGROBELLET, *Les vertus de la transparence, l'information légale dans les affaires*, Presse de Sciences Po, 2001
- S. RIALS, *Le juge administratif français et la technique du standard*, préf. P. Weil, LGDJ, 1980
- S. RIANCHO, *Les principes directeurs du droit du travail*, (dir.) J.-F. Césaro, Panthéon Assas, 2019
- G. RIPERT, *La règles morale dans les obligations civiles*, LGDJ, 1925
- G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2^e éd., LGDJ, 1951
- G. RIPERT, *Les forces créatrices du droit*, LGDJ, 1955
- N. RONTCHEVSKY, *L'effet de l'obligation*, préf. A. Ghozi, Economica, 1998
- P. ROUBIER, *Droit subjectif et situations juridiques*, Dalloz, 1963
- C. RUELLAN, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, (dir.) F. Terré, Panthéon Assas, 1997
- H. P. SAK, *Les principes généraux du droit dans le raisonnement justificatif du juge civil*, (dir.) Ph. Jestaz, Paris 12, 1998
- Th. SAUPAIN, *Les sources du droit des sociétés*, dir. H. Synvet, Panthéon Assas, 2021

- L.-M. SAVATIER, *Les sanctions en droit des sociétés*, préf. H. Synvet, LGDJ, 2023
- R. SCHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000
- E. SCHLUMBERGER, *Les contrats préparatoires à l'acquisition de droits sociaux*, av.-propos D. Schmidt, préf. H. Le Nabasque, Dalloz, 2013
- D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, préf. J.-M. Bischoff, Sirey, 1970
- D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, 2^e éd., Joly, 2004
- K. SERGAKIS, *La transparence des sociétés cotées en droit européen*, préf. J.-J. Daigre, IRJS, 2013
- F.-L. SIMON, *Le juge et les autorités du marché boursier*, av.-propos G. Canivet, préf. Ph. Merle, LGDJ, 2004
- M. SNOUSSI, *Les principes directeurs du droit des offres publiques*, (dir.) H. Synvet, Mémoire, Panthéon Assas, 2019
- A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, préf. A. Couret et A. Prüm, Larcier, 2012
- G. SOUSI, *L'intérêt social dans le droit français des sociétés commerciales*, dir. J. Stoufflet, Lyon 3, 1974
- P. TANDONNET, *Des agents de change, leur rôle économique - leurs responsabilités*, Y. Cadoret, 1900
- R.-H. THALER, *Misbehaving : les découvertes de l'économie comportementale*, Seuil, 2018
- F. TEFFO, *L'influence des objectifs gouvernementaux sur l'évolution du droit des sociétés*, préf. Ch. Hannoun, Dalloz, 2014
- A. TEHRANI, *Les investisseurs protégés en droit financier*, préf. Th. Bonneau, LGDJ, 2015
- M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers, aspects juridiques*, préf. J.-B. Blaise, LGDJ, 2002
- F-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y Guyon, Economica, 2002
- M. TRIENBACH, *Les normes non directement applicables en droit public français*, préf. P. Wachsmann, LGDJ, 2015
- G. TUSSEAU, *Les normes d'habilitation*, préf. M. Troper, Dalloz, 2006
- P. VALÉRY, *Œuvres complètes*, t.2, Pléiades, 1960
- E. VERGÈS, *La catégorie juridique des principes directeurs du procès judiciaire*, (dir.) S. Cimamonti, Aix Marseille, 2000
- A. VIANDIER, *La notion d'associé*, préf. F. Terré, LGDJ, 1978
- J. VIDAL, *Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français : le principe "fraus omnia corrumpit"*, préf. G. Marty, Dalloz, 1957
- N. VIGNAL, *La transparence en droit privé des contrats*, préf. J. Mestre., PUAM, 1998
- P. VIGREUX, *Les droits des actionnaires dans les sociétés anonymes, théorie et réalité*, R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1953
- M. WALINE, *L'individualisme et le droit*, préf. F. Mélin-Soucramanien, 2^e éd., Dalloz, 2007

J. WATHELET, *La loyauté en droit de la propriété intellectuelle*, préf. L. Merland et D. Poracchia, PUAM, 2019

T. YAMAGUCHI, *La théorie de la suspension du contrat de travail et ses applications pratiques dans le droit des pays membres de la CE*, préf. G.-H. Camerlynck, LGDJ, 1963

III. Articles, études, encyclopédies, notes

Y. AGUILA, « La valeur constitutionnelle de la Charte de l'environnement », *RFDA* 2008, p.1147

P. ALFREDO, « La réforme du droit espagnol des offres publiques d'acquisition. Transposition de la directive OPA – étude comparative des droits français et espagnol », *Rev. Soc.* 2009, p.761

E. ALGAVE, « Définition de l'ordre public en matière civile », *Revue pratique de droit français*, t.25, 1868, p.444

G. AMÉDÉE-MANESME, « Quelques problèmes relatifs à la négociation de bloc de contrôle », *RJC* 1976, p.393

P. AMSELEK, « Les fonctions normatives ou catégories modales », in *Mélanges en l'honneur de Michel Troper*, Dalloz, 2006, p.51

P. AMSELEK, « Une fausse idée claire : la hiérarchie des normes juridiques » in *Mélanges en l'honneur de Louis Favoreux*, Dalloz, 2007, p.983

P. AMSELEK, « Autopsie de la contrainte associée aux normes juridiques », in *La force normative, naissance d'un concept*, (dir.) C. Thibierge, LGDJ Bruylant, 2009, p.3

P. ANCEL, « Imprévision », *Rép civ.*, Dalloz, 2017

A. ARANDA VASQUEZ, « Quelques remarques sur le gouvernement d'entreprise à l'aune du nouveau Code Afep-Medef et du projet de loi PACTE », *LPA* 21 août 2018, p.5

Ch. ARSOUZE, « Communication, circulation et utilisation d'informations privilégiées à l'occasion des sondages de marché réalisés préalablement à l'émission d'instruments financiers donnant accès au capital », *Bull. Joly Bourse* mars 2007, p.213

S. ATSARIAS, « De la transparence dans les relations précontractuelles en droit privé des contrats », in *Mélanges en l'honneur de Claire Saint-Alary-Houin*, LGDJ, 2020, p.17

C. ATIAS, « Un bien sévère censeur pour le législateur », *RRJ* 1983/3, p.513

C. ATIAS, « Réflexions sur les méthodes de la science du droit (Exemples de droit des biens) », *D.*1983, p.145

M. ATIENZA, J. RUIZ MANERO, « Sobre principios y reglas », *Cuadernos de Filosofía del Derecho* n°10, 1991, p.101

H. AUBRY, N. SAUPHANOR-BROUILLAUD, « La protection de l'investisseur par les législations spéciales : quels critères ? », *Rev. dr. banc. fin.* nov. 2010, ét. 33

- L. AYNÈS, « Crise économique et rapports de droit privé », in *Droit de la crise : crise du droit ? les incidences de la crise économique sur l'évolution du système juridique*, Cinquièmes journées René Savatier, PUF, 1997, p.57
- L. AYNÈS, « L'obligation de loyauté », *APD* 2000, p.195
- L. AYNÈS, « Synthèse, colloque loyauté et impartialité en droit des affaires », *Gaz Pal.* 24 mai 2012, p.84
- L. AYNÈS, « Moins de règles et plus de principes ? Le nouveau rôle du juge », *RJC* 2017, p.174
- M. AZAVANT, « La sanction civile en droit des sociétés : ou l'apport du droit commun au droit spécial », *Rev. Soc.* 2003, p.441
- O. De BAILLIENCOURT, « Affaire Prologue : sanction d'un contournement de la procédure d'offre publique et désaveu de la commission des sanctions de l'AMF », *Dr. Soc.* août 2021, comm. 107
- O. De BAILLIENCOURT, « Dérogation au lancement obligatoire d'une offre publique malgré un changement de contrôle », *Dr. Soc.* juill. 2022, comm. 80
- O. De BAILLIENCOURT, « L'entente pour faire obstacle à un projet de retrait obligatoire : une action de concert au sens des obligations de déclaration de franchissement de seuil ? », *Dr. Soc.* oct. 2022, comm. 109
- O. De BAILLIENCOURT, « Quand le non-renvoi d'une QPC vient confirmer le caractère impératif des instructions de l'AMF », *Dr. Soc.* juin 2023, comm. 74
- O. De BAILLIENCOURT, « Dérogation ORPEA : quand l'intérêt des personnes âgées prime celui des actionnaires », *Dr. Soc.* août-sept. 2023, comm. 103
- C. BAILLY-MASSON, « L'intérêt social, une notion fondamentale », *LPA* 9 nov. 2000, p.6
- C. BAJ, « Le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires des sociétés cotées », *Rev. dr. banc. bourse* juill.-août 1994, p.154
- C. BAJ, « Problèmes de droit français, Prix ou Valeur ? », *LPA* 29 nov. 1995, p.17
- C. BAJ, « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : deux réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage », *Rev. dr. banc. et fin.* mai 2008, ét. 9
- C. BAJ, « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage. L'action de concert dans l'affaire Eiffage : les questions restées dans l'ombre », *Rev. dr. banc. fin.* mai 2008, ét. 11
- C. BAJ, « Action de concert et dépôt d'une offre publique obligatoire : réflexions à la lumière de l'affaire Gecina », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2008, doss. 28
- M. BAKER, X. PAN, J. WURGLER, "The effect of reference point prices on mergers and acquisitions", *J. Fin. Eco.* 2012, vol.106, p.46 et s.
- A. BALLOT-LÉNA, « Les actes non décisifs de l'AMF. Quand le droit mou s'endurcit », in *Le droit mou, une concurrence faite à la loi ?*, (dir.) E. Claudel et B. Thullier, CEDCACE, 2004
- J.-F. BARBIÈRI, « Les garanties accordées par une société, dans la tourmente, prétorienne (et légale ?) », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.103
- N.-M. BARDY, « La COB et le droit des minoritaires », *Bull. mens. COB* juin 1991, n°248, supp. ét. n°49, p.3

- F. BARRIÈRE, « La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique », *Bull. Joly Bourse* oct. 2014, p.508
- F. BARRIÈRE, C. de REALS, « La loi Florange : une loi anti-OPA ? » *Rev. Soc.* 2014, p.279
- F. BARRIÈRE, « Vers une évolution du droit des OPA après les affaires Véolia/Suez et Scor/Covéa », *Rev. dr. banc. fin* sept. 2021, doss. 26
- L.-A. BARRIERE, « Propos introductifs », in *La sanction*, Colloque du 27 nov. 2003 à l'Université Jean Moulin Lyon 3, L'Harmattan, 2007, p.7
- H. BAUER-BERNET, « Égalité, information et droit communautaire », in *L'égalité*, t.8, (dir.) Ch. Perelman, Travaux du centre de philosophie du droit de l'Université Libre de Bruxelles, Bruylant, 1982, p.193
- S. BAUME, « La transparence dans la conduite des affaires publiques. Origine et sens d'une exigence », *Raison publique* 2011/7, p.1
- J.-L. BEFFA, L. LANGENLACH, J.-Ph. TOUFFUT, « Comment interpréter la directive O.P.A ? », *Prisme*, Centre Cournot, sept. 2003
- B. BEIGNIER, « Hiérarchie des normes et hiérarchie des valeurs », in *Études offertes à Pierre Catala*, Lexis Nexis, 2001, p.153
- N. BELLOUBET, « La motivation des décisions du Conseil constitutionnel : justifier et réformer », *Nouv. Cah. Conseil Constitutionnel* juin 2017, p.7
- A. BENOIT-MOURY, « Cerus-de Benedetti contre la société Générale de Belgique – les grandes étapes juridiques d'une saga financière », *Journal des Tribunaux* 26 mars 1988, p.217
- J.-L. BERGEL, « La référence aux objectifs de la loi dans les pratiques législatives », in *Le recours aux objectifs de la loi dans son application*, Association internationale de méthodologie juridique, Actes du congrès des 10-12 sept. 1990, Story-Scientia, 1992, p.33
- J.-L. BERGEL, « Différence de nature (égale) différence de régime », *RTD Civ.* 1984, p.255
- J.-L. BERGEL, « Esquisse d'une approche méthodologique de la recherche juridique », *RRJ* 1996/4, p.1073
- J.-L. BERGEL, « Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative, (Essai de synthèse) » *RRJ* 2001/5, p.2373
- S. BERNHEIM-DESVAUX, « Le droit de la consommation entre protection du consommateur et régulation du marché », *RLDA* mars 2012, p.91
- J.-P. BERTREL, « La position de la doctrine sur l'intérêt social », *Dr. & patr.* avr. 1997, p.42
- M. BERTREL, « La société, 'contrat d'investissement' ? », *RTD Com.* 2013, p.403
- P BÉZARD, Y. CHAPUT, « La COB et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de société », *Rev. Soc.* 1982, p.480
- P. BÉZARD, « Le changement de contrôle d'une société cotée », *RJC* 1988, n° spéc., p.81
- P. BÉZARD, « Connaissance de l'actionariat » *RJC* 1990, n° spéc., p.16
- P. BÉZARD, J. LEONNET, « La Cour de cassation juge de la concurrence », *CCC* févr. 1993, p.1

- P. BÉZARD, « Le juge et le marché boursier dans les grands systèmes d'Europe et d'Amérique du nord », *LPA* 15 juin 1994, p.115
- J.-F. BIARD, J.-P. MATTOUT, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *Banque et Droit*, mars-avr. 1993, p.3
- J.-F. BIARD, « Intervention sur les titres concernés en période d'offre publique », *Rev. dr. banc. et fin.* nov.-déc. 2008, comm. 190
- J.-F. BIARD, « Vers une nouvelle réforme des offres publiques : quels en sont les enjeux ? Quelle en est la portée ? », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2009, comm. 171
- J.-F. BIARD, « Offre publique - Précisions sur le rôle de l'AMF en matière d'offre publique », *Rev. dr. banc. fin.* mars 2011, comm. 68
- P. BINE, A. CROSTHWAITE, « Les mesures issues de la loi Florange visant à lutter contre les prises de contrôle rampantes », *Bull. Joly Bourse* oct. 2014, p.497
- Ph. BISSARA, « Rapport : L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ? », *Cah. dr. entr.* 1994/5, p.18
- Ph. BISSARA, « L'intérêt social », *Rev. Soc.* 1999, p.5
- E. BLARY-CLÉMENT, J.-C. DUHAMEL, « Préface », in *2001-2010 : dix ans de transparence en droit des sociétés*, (dir.) E. Blary-Clément, J.-C. Duhamel, Artois Presse Université, 2011, p.7
- C. BLONDEL, « Investissement à long terme et capitalisme familial », *Rev. éco. fin.* 2012/4, p.57
- E. De BODT, J.-G. COUSIN, G. IMAD'EDDINE, « Fusions d'acquisitions et efficacité allocationnelle », *Rev. éco. fin.* 2013/2 p.15
- N. BOMBRUN, J. DEEGE, G. BASTIEN-THIRY, S. ROBERT, « Les opérations public to private en France », *RTDF* 2020/2, p.3
- D. BOMPOINT, « Portée d'un engagement d'apport à une offre publique », *Rev. dr. banc. fin.* mai 2007, act. 131
- D. BOMPOINT, « L'action de concert à l'âge de la majorité », *RTDF* 2008/2, p.27
- D. BOMPOINT, S. TORCK, « Les offres publiques : perte de contrôle en vue », *Bull. Joly Bourse* févr. 2011, p.138
- D. BOMPOINT, « Les beaux cadeaux du 10^e anniversaire de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* déc. 2013, p.607
- D. BOMPOINT, V. RAMONÉDA, « L'opposition est-elle forcément de concert ? », *Bull. Joly Soc.* avr. 2019, p.16
- D. BOMPOINT, V. RAMONÉDA, « L'arrêt Bourrellet : entre majoritaires distraits et minoritaires tenaces », *Bull. Joly Bourse* janv. 2021, p.39
- Th. BONNEAU « La réforme des offres publiques d'acquisition », *Bull. Joly Soc.* juin 1992, p.599
- Th. BONNEAU, « Les aspects financiers de la NRE (Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles réglementations économiques) », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2001, ét. 100041

- Th. BONNEAU, « Convention européenne des droits de l'Homme et fixation du prix », *Dr. Soc.* févr. 2004, comm. 31
- Th. BONNEAU, « La réforme 2005 des franchissements de seuils », *Bull. Joly Bourse* nov. 2005, p.694
- Th. BONNEAU, « Libre jeu des offres et des surenchères », *Dr. Soc.* févr. 2007, comm. 35
- Th. BONNEAU, « Offre publique d'achat - Absence d'obligation », *Dr. Soc.* juin 2009, comm. 119
- Th. BONNEAU, « L'action de concert » in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.97
- Th. BONNEAU, « Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF », *Bull. Joly Bourse* avr. 2011, p.257
- Th. BONNEAU, « Retour sur les définitions françaises et européennes de l'action de concert », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, Dalloz, 2012, p.59
- Th. BONNEAU, « La formalisation de la distinction des sociétés cotées et non cotées par l'ordonnance du 16 septembre 2020 », *Rev. Soc.* 2020, p.595
- Th. BONNEAU, « Les compétences respectives de l'AMF et du juge dans le traitement des mesures », *Bull. Joly Bourse* mai-juin 2022, p.48
- S. BOUBAKER, F. LABÉGORRE, « La gouvernance des sociétés françaises cotées est-elle toujours familiale ? », *Management & Avenir* 2011/9, p.16
- J. BOULANGER, « Principe généraux du droit positif et droit positif », in *Mélanges en l'honneur de Georges Ripert*, t.1, LGDJ, 1950, p.51
- J. BOULANGER, « La méthode depuis le code civil de 1804 », in *Travaux de l'Association Henri Capitant*, t.6, Dalloz, 1950, p.58
- M. BOULET-SAUTEL, « Équité, justice et droit chez les glossateurs du XIIème siècle », in *Recueil de travaux et mémoires publiés par la Société d'histoire du droit et des institutions des anciens pays de droit écrit*, Fasc. II, 1951, p.3
- R. BOUNIOL, « Loyauté et concurrence », *Justice & Cassation* 2014, p.85
- E. BOURETZ, R. COEURQUETIN, « La réforme du pouvoir de sanction de l'AMF doit aller plus loin », *Agefi*, 17 déc. 2009
- M. BOUTONNET, « La force normative des principes environnementaux, entre droit de l'environnement et théorie générale du droit », in *La force normative, naissance d'un concept*, (dir.) C. Thibierge, LGDJ Bruylant, 2009, p.479
- G. BOYER, « La notion d'équité et son rôle dans la jurisprudence des parlements », in *Mélanges en l'honneur de Jacques Maury*, t.2, Dalloz, 1960, p.257
- J.-D. BREDIN, « Secret, transparence et démocratie », *Pouvoirs* avr. 2001, p.5
- D. BRIAND-MÉLÉDO, « Quelques repères sur les nullités de la période suspecte », in *Mélanges en l'honneur de Jean Paillusseau*, Dalloz, 2003, p.385

- J.-F. BRISSON, « Objectifs dans la loi et efficacité du droit », in *Les objectifs en droit*, (dir.) B. Faure, Dalloz, 2010, p.29
- S. BRISSY, « Quelques aspects de la loyauté en droit du travail », *Actes prat. et ing. soc.* mars-avr. 2011, p.22
- A. BRUNET, « Droit au procès équitable et contrôle de la motivation des décisions de la Cour de cassation », in *Études offertes à Jacques Normand*, Litec, 2003, p.51
- P. BRUNET, « Les principes généraux du droit et la hiérarchie des normes », in *Mélanges en l'honneur de Michel Troper*, Economica, 2006, p.207
- Ph. BRUNSWICK, « Tentative de définition du devoir de loyauté », *Cah. dr. entr.* 2016/1, p.19
- Ph. BRUNSWICK, « Rôle de la jurisprudence dans l'émergence du devoir de loyauté en tant que norme générale de comportement », *Cah. dr. entr.* 2016/1, p.26
- M. BUCHBERGER, « L'ordre public sociétair », in *Mélanges en l'honneur de Michel Germain*, LexisNexis, 2015, p.181
- M. BUCHBERGER, « Pour un abandon de l'intérêt social comme condition de validité des contrats conclus par la société », *Rev. Soc.* 2020, p.659
- F. BUCHER, « De la validité d'une double offre publique d'échange pour un « projet de banque à trois », *Rev. Soc.* 1999, p.629
- F. BUCHER, « Privation automatique des droits de vote en l'absence de déclaration de franchissement de seuils régulière », *Bull. Joly Bourse* janv. 2004, p.57
- M. BUNEL, R. DUHAUTOIS, L. GONZALEZ, « Conséquences des fusions-acquisitions sur la gestion de la main-d'œuvre : une analyse empirique sur les données françaises pour la vague de la fin des années 1990 », *doc. d'études DARES*, janv. 2008
- D. BUREAU, « L'ambivalence des principes généraux du droit devant la cour de cassation », in *La Cour de cassation et l'élaboration du droit*, (dir.) N. Molfessis, Economica, 2004, p.181
- J.-J. BURGARD, « Négociations de blocs d'actions », in *Rapport des comités du VI Plan*, t.2, annexe 14, déc. 1970, p.297
- J.-P. BUYLE, « Le secret d'affaires : du droit à l'intimité au secret professionnel », in *Liber Amicorum Guy Horsmans*, Bruylant, 2004, p.93
- L. CADIET, « Et les principes directeurs des autres procès ? Jalons pour une théorie des principes directeurs du procès » in *Études offertes à Jacques Normand*, Litec, 2003, p.71
- M. CAFFIN-MOI, « Fin de l'exigence d'unanimité pour l'adoption ou la modification de la clause d'exclusion dans la SAS ? », *Gaz Pal.* 25 juin 2019, p.45
- E. CAFRITZ et D. CARAMALLI, « Existe-t-il une *fairness opinion* à la française », *JCP E* 13 mai 2004, 735
- E. CAFRITZ, D. CARAMALLI, « Les mesures de défenses anti-OPA à l'épreuve de l'AMF. La licéité contestée des 'Bons Plavix' », in *Mélanges AEDBF France IV*, Banque, 2004, p.67
- A. CANAC, « Les offres publiques d'achat et la réglementation boursière », *Gaz Pal.* 9 mars 1969, doct., p.202

- A. CANAC, « La protection des minoritaires lors des prises de contrôle de sociétés », *Gaz Pal.* 17 janv. 1974, doct., p.35
- G. CANIVET, « Le juge et l'autorité de marché », *RJC* 1992, p.185
- G. CANIVET, « Avant-propos », in *Les Offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.XIX
- G. CANIVET, « De l'implicite dans la motivation des décisions du Conseil constitutionnel », in *Mélanges en l'honneur de Robert Badinter*, Dalloz, 2016, p.145
- H. CAPITANT, « L'interprétation des lois d'après les travaux préparatoires », D.1935, chron., p.77
- J. CARBONNIER, « Exorde », in *L'ordre public à la fin du XXe siècle*, (dir.) Th. Revet, Dalloz, 1996, p.1
- J. CARBONNIER, « Effectivité et ineffectivité de la règle de droit », in *Flexible Droit*, 10^e éd., LGDJ, 2001, p.136
- J. CARBONNIER, « Sur la loi pédagogue », in *Flexible droit*, 10^e éd., LGDJ, 2001, p.155
- J. CARBONNIER, « L'inflation des lois », in *Essai sur les lois*, LGDJ, 2014, p.157
- G. CARCASSONNE, « Le trouble de la transparence », *Pouvoirs* avr. 2001, p.17
- D. CARREAU, J.-Y. MARTIN, « Contrôle judiciaire des décisions du CBV, action de concert, contrôle majoritaire en droits de vote et critère de partage des procédures de garanties de cours et d'OPA obligatoires », *Rev. Soc.* 1992, p.70
- D. CARREAU et H. LETRÉGUILLY, « Remarques sur les modifications concernant les offres publiques d'acquisition » *Rev. Soc.* 2001, p.799
- D. CARREAU, H. LETRÉGUILLY, « Offres publiques : OPA, OPE, OPR », *Rép. com.*, Dalloz, 2023
- P. CATALA, « L'ordre public. Rapport de synthèse », in *Travaux de l'association Henri Capitant*, t.49, 1998, p.1
- S. CAUDAL, « Rapport introductif », in *Les principes en droit*, (dir.) S. Caudal, Economica, 2008, p.1
- P.-Y. CHABERT, A. COURET, « Les offres de prises de contrôle », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.275
- W. CHAIEHLOUDJ, « L'ordre public économique », in *Le droit économique au XXIème siècle, notions et enjeux*, (dir.) J.-B. Racine, LGDJ, 2020, p.527
- C. CHAINAIS, D. FENOUILLET, « Présentation et conclusions de la recherche collective », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *La sanction, entre technique et politique*, (dir.) C. Chainais et D. Fenouillet, Dalloz, 2012, p.XI
- F. CHAMPARNAUD, « Le statut comparé de l'information en droit de la concurrence et en droit boursier : la transparence », *LPA* 21 juill. 1999, n° spéc., p.24
- R. CHAPUS, « De la soumission au droit des règles autonomes », D.1960, chron., p.124
- R. CHAPUS, « De la valeur juridique des principes généraux du droit et des autres règles jurisprudentielles du droit administratif », D.1966, chron., p.99

- Y. CHAPUT, « Exposé introductif. La transparence : clair-obscur juridique d'un concept économique », *RJC* 2005, n° spéc., p.7
- J. CHEVALLIER, « Vers un droit post-moderne ? Les transformations de la régulation juridique », *RDJ* 1998, p.658
- J. CHEVALLIER, « Le modèle politique du contrat dans les nouvelles conceptions des régulations économiques », in *Les engagements dans les systèmes de régulation*, (dir.) M.-A. Frison-Roche, Science Po Dalloz, 2006, p.143
- E. CLAUDEL, « Les injonctions », *LPA* 20 janv. 2005, p.23
- E. CLAUDEL, « Les sanctions en droit de la concurrence, La sanction, une institution au cœur de la politique de la concurrence », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *La sanction, entre technique et politique*, (dir.) C. Chainais et D. Fenouillet, Dalloz, 2012, p.425.
- C. CLERC, « Les bons d'offre », *Bull. Joly Bourse* mai 2006, p.345
- P. CLERMONTTEL et M. CASTAGNÈDE, « Data rooms, un encadrement rigoureux », *Les Échos* 24 nov. 2003, p.13
- D. COHEN, « La légitimité des montages en droit des sociétés », *Mélanges en hommage à François Terré*, Dalloz, 1999, p.261
- D. COHEN, « Vers la fin des offres publiques hostiles ? » in *Mélanges offerts à Paul Didier*, *Economica*, 2008, p.125
- D. COHEN, « Les garanties émises par les sociétés : un nécessaire changement de perspective ? », in *Mélanges en l'honneur de Laurent Aynès*, LGDJ, 2019, p.97
- J. COMMAILLE, « Effectivité », in *Dictionnaire de la culture juridique*, (dir.) D. Alland et S. Rials, PUF, 2003, p.583
- D.-N. COMMARET, « L'article préliminaire du code de procédure pénale, simple rappel des principes directeurs, dispositions créatrices de droit ou moyen de contrôle de la légalité de la loi ? », in *Mélanges offerts à Jean Pradel*, Cujas, 2006, p.71
- P.-H. CONAC, « L'offre publique d'acquisition conditionnelle » in *Mélanges AEDBF France IV*, Banque, 2004, p.81
- P.-H. CONAC, « Les bons de souscription d'actions Plavix et les principes généraux des offres publiques », *Rev. Soc.* 2005, p.321
- P.-H. CONAC, « Transposition des dispositions relatives aux OPA de la loi Florange du 29 mars 2014 dans le RG AMF », *Rev. Soc.*, 2014, p.598
- P.-H. CONAC, « La société et l'intérêt collectif : la France seule au monde ? », *Rev. Soc.* 2018, p.558
- P.-H. CONAC, « L'article 1833 et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise », *Rev. Soc.* 2019, p.570
- P.-H. CONAC, « Franchissement de seuils », *Rép. soc.*, Dalloz, 2020
- P.-H. CONAC, « Elliott Advisors sanctionnée pour un bouquet de manquements », *Rev. Soc.* 2020, p.445

- A. CONSTANTIN, « L'intérêt social : quel intérêt ? » in *étude offerte à Bertrand Mercadal*, F. Lefebvre, 2002, p.315
- P. CORDONNIER, « L'égalité entre actionnaires avant et depuis la loi du 22 novembre 1913 », *Journ. Sociétés* 1924, p.417
- G. CORNU, « Les principes directeurs du procès civil par eux-mêmes (Fragments d'un état des questions) », *Études offertes à Pierre Bellet*, Litec, 1991, p.83
- D. CORRIGNAN-CARSIN, « Loyauté et droit du travail », in *Mélanges en l'honneur de Henri Blaise*, Economica, 1995, p.125
- C. COUPET, « Révision du code Afep-Medef », *Dr. Soc.* oct. 2018, comm. 167
- C. COUPET, « Loi du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation : miscellanées de droit des sociétés », *Bull. Joly Soc.* oct. 2019, p.35
- A. COURET, « Cession des sociétés cotées et protection des minoritaires », *Bull. Joly Soc.* 1992, p.363
- A. COURET, « Cession d'actions d'autocontrôle en cours d'OPA – Violation du règ. COB n°89-03, art.3 – annulation de la cession (oui) », *RJC* 1992, p.215
- A. COURET, « Le gouvernement d'entreprise », *D.*1995, p.163
- A. COURET, « L'intérêt social », *Cah. dr. entr.* 1996/4, p.1
- A. COURET, « Cession d'entreprises. Brèves réflexions autour de quelques éléments d'un statut des minoritaires », in *Mélanges en l'honneur de Michel Jeantin*, Dalloz, 1999, p.205
- A. COURET, « Le régime des offres publiques issu de la loi sur les nouvelles régulations économiques », *D.*2001, p.1778
- A. COURET, « Le désintérêt social », in *Mélanges en l'honneur de Pierre Bézard*, LGDJ, 2002, p.63
- A. COURET, « La méconnaissance des obligations de déclaration de franchissement de seuils », *RJDA* 2004/3, p.227
- A. COURET, « Les bons d'offres », *D.*2006, p.1372
- A. COURET, « Observations liminaires », *Gaz. Pal.* 24 mars 2007, p.732
- A. COURET, « L'état du droit des sociétés, 50 ans après la loi du 24 juillet 1966 », *Bull. Joly Soc.* juill. 2016, p.433
- A. COURET, « Faut-il réécrire les articles 1833 et 1835 du Code civil ? », *D.*2017, p.222
- A. COURET, « L'obligation pour les SA de prendre en considération les enjeux culturels et sportifs de leur activité », *JCP E* mars 2022, act. 286
- B. COURTEAULT, « Loi « Florange » du 29 mars 2014 : dispositions relatives aux offres publiques », *RLDA* sept. 2014, p.35
- L. DABIN, « Les acquisition d'entreprise – Rapport de synthèse », *RDAl* 1989, p.715

- J.-J. DAIGRE « Offre publique d'achat : contentieux des décisions des autorités boursières, compétence administrative ; validité de la promesse de cession de la majorité des actions à l'initiateur d'une OPA », *Rev. Soc.* 1987, p.58
- J.-J. DAIGRE, « Évaluation des actions à l'occasion d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, Pot-pourri sur le retrait obligatoire », *JCP G* janv. 1999, II, 10008
- J.-J. DAIGRE, « L'absence de modification de la situation économique des actionnaires minoritaires est au fondement de certaines dérogations à l'obligation de lancer une offre publique obligatoire », *Bull. Joly Soc* janv. 2000, p.74
- J.-J. DAIGRE, « Droit boursier et des marchés financiers » *JCP E* janv. 2001, p.28
- J.-J. DAIGRE, « Loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, Aspects de droit financier et de droit des sociétés », *JCP E* juin 2001, act., p.1013
- J.-J. DAIGRE, « Le prix des offres publiques », *Rev. droit banc. fin.* mars-avril 2002, p.55
- J.-J. DAIGRE, F. BASDEVANT et D. BOMPOINT, « Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées », *Actes prat. et ing. soc.*, juill.-août 2002, p.5
- J.-J. DAIGRE, « La déclaration du franchissement d'un seuil doit porter tant sur le nombre d'actions que sur le nombre de droits de vote ; la régularisation du défaut de déclaration doit être expresse », *Bull. Joly Soc.* oct. 2006, p.1142
- J.-J. DAIGRE, G. TERRIER, « Offres publiques et pactes d'actionnaires », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.627
- J.-J. DAIGRE, « Loi PACTE : ni excès d'honneur, ni excès d'indignité », *Bull. Joly Soc.* oct. 2018, p.541
- E. DAILLY, « Le dividende majoré, une fausse bonne idée », *Figaro éco.* 14 avr. 1993
- C. DANGLEHANT, « Le nouveau statut des minoritaires dans les sociétés anonymes cotées : l'application du principe d'équité », *Rev. Soc.* 1996, p.217
- J.-M. DARROIS, M.-N. DOMPÉ, « Le contentieux en matière d'offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.49
- N. DECOOPMAN, « Le pouvoir d'injonction des autorités administratives indépendantes », *JCP G* 1987, I, 3303
- N. DECOOPMAN, « Droit du marché et droit des obligations », in *Le renouvellement des sources du droit des obligations*, Journées nationales de l'Association Henri Capitant, LGDJ, 1997, p.141
- N. DECOOPMAN, « Peut-on clarifier le désordre ? », in *Le désordre des autorités administratives indépendantes. L'exemple du secteur économique et financier*, (dir.) N. Decoopman, PUF, 2002, p.15
- J. DEEGE, « Défenses anti-OPA », », *ét. Joly, Lextenso*, 2020
- M. DÉFOSSEZ, « Réflexions sur l'emploi des motifs comme cause de l'obligation », *RTD Civ.* 1985, p.521
- Ph. DELEBECQUE, « Les standards dans les droits romano-germaniques », *RRJ* 1988/4, p.871
- M. DELCAMP, « Les formulations d'objectifs dans les textes législatifs », *RRJ* 1989/4, p.767

- M. DELMAS-MARTY, « Réinventer le droit commun », D.1995, p.1
- H. DELZANGLES, S. MARTIN, « L'évolution des objectifs de la régulation en France », in *Les objectifs de la régulation économique et financière*, (dir.) G. Eckert et J.-P. Kovar, L'Harmattan, 2017, p.107
- L. DEPAMBOUR-TARRIDE, « Quelques remarques sur les juristes français et l'idée de marché dans l'histoire », *APD* 1995, p.264
- D. DEROUSSIN, « Le droit romain a-t-il connu des principes ? Sur les significations (possibles) de principia, praecepta et regulae iuris », in *Les principes en droit*, (dir.) S. Caudal, Economica, 2008, p.127
- B. DESCOURS, « Volet boursier de l'affaire Tapie : la Cour d'appel de Paris confirme la décision du Conseil des marchés financiers protégeant les minoritaires contre un retrait obligatoire illégitime », *Bull. Joly Bourse* janv. 2000, p.354
- O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, « Le *public statement* de l'Autorité européenne des marchés financiers relatif à l'action de concert. Un premier pas vers une clarification du droit des offres publiques obligatoires ? », *Rev. Soc.* 2015, p.7
- O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, « Le contrôle de légalité des recommandations de l'AMF et de l'ACPR », *Bull. Joly Bourse* déc. 2016, p.543
- O. DIAZ, « Sanction AMF à l'encontre d'Elliott dans le dossier Norbert Dentressangle : l'occasion ratée de fixer un cadre à la stratégie de chantage au retrait obligatoire », *Club des Juristes*, 2 mai 2020
- P. DIDIER « Rapport : L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ? », *Cah. dr. entr.* 1994/5, p.20
- P. DIDIER, « Le consentement sans l'échange, le contrat de société », *RJC* 1995, n° spéc., p.74
- Y. DJEHANE, « Le calendrier des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.451
- M.-N. DOMPÉ, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *Dr. Soc.* nov. 2006, p.5
- B. DONDERO, « La devise du dirigeant (de filiale) : loyauté, cohérence et intérêt social ! », *JCP G* 2019, 774
- B. DONDÉRO, « L'ordonnance créant au sein du code de commerce un chapitre spécifique sur les sociétés cotées », D.2020, p.2168
- B. DONDÉRO, « La dure loi du sport... », *Bull. Joly Soc.* avr. 2022, p.4
- J. DONNEDIEU De VABRES, « La protection des actionnaires en cas de prise de contrôle par acquisition de titres », *Banque* 1975, p.629
- S. DORMONT, « Le contrat à l'épreuve du marché », in *Droit et marché*, (dir.) S. Dormont et Th. Perroud, LGDJ, 2015, p.109 et s.
- O. DOUVRELEUR, « L'information financière sur les sociétés cotées : le devoir de parler », *RTDF* 2007/3, p.4
- O. DOUVRELEUR, « Offres publiques : typologies et caractères », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.337

- O. DOUVRELEUR, « Les objectifs de la régulation et le contrôle du juge judiciaire », in *Les objectifs de la régulation économique et financière*, (dir.) G. Eckert et J.-P. Kovar, L'Harmattan, 2017, p.257
- G. DRAGO, « L'effectivité des sanctions de la violation des droits fondamentaux dans les pays de la Communauté francophone », in *L'effectivité des droits fondamentaux dans les pays de la Communauté francophone*, AUPELF-UREF, 1994, p.535
- P. DRAI, « Le juge et le financier », *Gaz. Pal.* 1991, II, p.775
- F. DREIFFUS-NETTER, « Droit de la concurrence et droit commun des obligations », *RTD Civ.* 1990, p.369
- F. DRUMMOND, « L'information exigée : L'information des actionnaires et des investisseurs », *RJC* 2005, n° spéc., p.15
- F. DRUMMOND, Y. SCHMIDT, B. HUSSON, « Le prix dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.379
- F. DRUMMOND, « Table ronde n°2 – Le manquement d'initié : données récentes », in *3^e Colloque de la Commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats*, 18 oct. 2010, p.1
- F. DRUMMOND, « Les sanctions en droit des marchés financiers. La sanction, instrument de régulation des marchés », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *La sanction, entre technique et politique*, (dir.) C. Chainais et D. Fenouillet, Dalloz, 2012, p.451
- F. DRUMMOND, J. KLEIN, « La distinction des sociétés cotées et non cotées : un premier pas vers une recomposition plus ambitieuse du droit des sociétés par actions ? », *D.2021*, p.30
- O. DUFOUR, « La COB entend sécuriser la pratique dite des data rooms », *LPA* 11-12 nov. 2003, p.3
- Ph. DUPICHOT, « Les principes directeurs du droit français des contrats », *RDC* 2013, p.387
- P. DURAND, « La connaissance du phénomène juridique et les tâches de la doctrine moderne du droit privé », *D.1956*, chron., p.73
- J.-P. ECK, « À propos de l'incidence de la réglementation des changes sur la validité des contrats », *D.1983*, chron., p.91
- Ch. EISENMANN, « Quelques problèmes de méthodologie des définitions et des classifications », *APD* 1966, p.25
- R. ELINEAU, « Franchissement de seuils », *Jur. class. soc.*, LexisNexis, 2020
- A. O. EMMERICH, B. CARDI, F. G. ALOGNA, M. T. CARPENTER et H. BOURRELIS, "The shareholder in France and the United States : A Comparative analysis of corporate legal priorities", *Rev. Droit & Affaires* nov. 2020, p.90
- B. FAGES, « Synthèse des réponses à la consultation publique du 26 février 2018 relative à la révision du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », 26 juin 2018, p.5
- E. F. FAMA, "Efficient capital markets : A review of Theory and Empirical Work", *J. Fin.* 1970, vol.25, p.383
- E. F. FAMA, Efficient capital Markets II", *J. Fin.* 1991, vol.46, p.1575

- E. FARNOUX, « Investissements étrangers - Renouveau en profondeur du dispositif de contrôle des investissements étrangers - 'Patriotisme économique' bien ordonné de Paris à Bruxelles ? », *JCP G* nov. 2019, doctr. 1201
- L. FAUGÉROLAS, « La protection des minoritaires dans le Titre V du Règlement Général du Conseil des marchés financiers », in *Mélanges AEDBF-France II*, Banque, 1999, p.201
- L. FAUGÉROLAS, S. SABATHIER, « Est-il à nouveau nécessaire de réformer les offres publiques d'acquisition ? » in *Mélanges AEDBF-France III*, Banque, 2001, p.123
- L. FAUGÉROLAS, A. DUPONT-JUBIEN, « Le rôle et les obligations des établissements présentateurs », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.493
- L. FAUGÉROLAS, « Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA », *Bull. Joly Bourse* déc. 2012, p.538
- B. FAURE, « Rapport d'introduction, le phénomène des objectifs en droit », in *Les objectifs en droit*, (dir.) B. Faure, Dalloz, 2010, p.1
- Th. FAVARIO, « L'intérêt social, reflet d'une éthique libérale », *Cah. dr. entr* mars 2013, p.48
- G. FLECHEUX, « Renaissance de la notion de bonne foi et de loyauté dans le droit des contrats », in *Mélanges en l'honneur de Jacques Ghestin*, LGDJ, 2001, p.341
- G. P. FLETCHER, « Loyauté » in *Dictionnaire d'éthique et de philosophie morale*, (dir.) M. Canto-Sperber, PUF, 1996
- P. FLEURIOT, « La réforme des OPA à 100% et ses conséquences, le rôle de la COB », *Bull. mens. COB* mai 1992, n°258, p.12
- P. FLEURIOT, « Les entretiens de la COB : Marché 2001 », *Bull. mens. COB* déc. 1994, n°286, p.27
- Th. FORSCHACH, « L'offre publique obligatoire », *Rev. dr. banc. bourse* sept.-oct. 1990, p.179
- D. FORNONI, « Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange », *RTD Com.* 2015, p.31
- D. FOUSSARD, « La sanction et le principe de proportion : éléments pour une problématique », *Justice & Cassation* 2005, p.93
- J. FOYER, « Discours sur la réforme du code des sociétés commerciales », *Le Monde* 28 juill. 1966, p.14
- J. FRAYSSINET, « L'utilité et les fonctions d'une formulation d'objectifs : l'exemple de la loi du 6 janvier 1978, relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés », *RRJ* 1989/4, p.903
- M.-A. FRISON-ROCHE, « Le principe juridique d'égalité des concurrents sur le marché boursier », *Bull. Joly Bourse* nov. 1993, p.720
- M.-A. FRISON-ROCHE, « Les principes originels du droit de la concurrence déloyale et du parasitisme », *RJDA* 1994, p.483
- M.-A. FRISON-ROCHE, « L'hypothèse d'un droit général de retrait des minoritaires », *Cah. dr. entr.* 1996/4, p.19
- M.-A. FRISON-ROCHE, « La distinction des sociétés cotées et des sociétés non cotées », in *Mélanges AEDBF-France*, Banque 1997, p.189

M.-A. FRISON-ROCHE, « La prise de contrôle et les intérêts des associés minoritaires », *RJC* 1998, n° spéc., p.94

M.-A. FRISON-ROCHE, « Le droit financier entre volontés et informations », in *Mélanges en l'honneur de Michel Jeantin*, Dalloz, 1999, p.11

M.-A. FRISON-ROCHE, « Régulation et droit des sociétés. De l'article 1832 du Code civil à la protection du marché de l'investissement », in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly, 2005, p.255

M.-A. FRISON-ROCHE, « Les différentes natures de l'ordre public économique », *APD* 2015, p.105

M.-A. FRISON-ROCHE, « Pour une conception humaniste du droit des affaires » in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.985

M.-A. FRISON-ROCHE, « La responsabilité *ex ante*, pilier du droit de la compliance », D.2022, p.621

V. FROSINI, "Equità (nozione)", in *Enciclopedia del Diritto*, vol. XV, Giuffrè, 1966, p.69

D. GALLOIS-COCHET, M. LAROCHE, « Projet PACTE, quel impact ? », *Gaz. Pal.* 3 avr. 2018, p.42

J.-B. GALVIN, « Constance et permanence des conflits d'intérêts », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz et Francis Lefebvre, 2020, p.947

D. GARREAU, « La loyauté dans la preuve, un principe résiduel, voire inutile ? », *Justice & Cassation* 2014, p.41

R. GASSIN, « Lois spéciales et droit commun », D.1961, p.91

R. GASSIN, « une méthode de la thèse en doctorat en droit » *RRJ* 1996/4, p.1167

A. GAUDEMET, « Affaire Wendel-Saint-Gobain : un parfum de LVMH ? », D.2011, p.855

A. GAUDEMET, « Sanction du défaut de déclaration des dérivés à dénouement monétaire » *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2012, comm. 172

A. GAUDEMET, « L'AMF sanctionne LVMH pour sa montée dans le capital d'Hermès », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2013, comm. 176

A. GAUDEMET, « Club Méditerranée : du mauvais usage de la surenchère automatique en matière boursière », *Bull. Joly Bourse* févr. 2015, p.94

A. GAUDEMET, « Projet de contrat entre l'initiateur et la cible et précision de la note d'information : liaisons dangereuses », *Bull. Joly Bourse* sept. 2017, p.341

A. GAUDEMET, « Substitution au sein d'un concert majoritaire et non-lieu à dépôt d'un projet d'offre publique : une réécriture de l'article 234-7 du RG AMF s'impose », *Bull. Joly Soc.* mars 2018, p.110

A. GAUDEMET, « Le projet de loi Pacte et le droit des offres publiques », *Bull. Joly Bourse* janv. 2019, p.39

A. GAUDEMET, « La loi PACTE et le droit des offres publiques », *Bull. Joly Bourse* juill. 2019, p.40

A. GAUDEMET, « Sur le pouvoir d'injonction de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* sept. 2022, p.11

G. GOFFAUX-CALLEBAUT, « La définition de l'intérêt social », *RTD Com.* 2004, p.35

- P.-Y. GAUTIER, « Pour le rétablissement du livre préliminaire du code civil », *Droits* 2005, p.38
- P.-Y. GAUTIER, « Loyauté, nouveau standard du droit, ou bien leurre ? », *Justice & Cassation* 2014, p.55
- C. GAVALDA, « La réglementation de la cession des blocs de titres donnant le contrôle de sociétés dont les actions sont cotées ou placées au hors-cote : un essai de moralisation du processus concentrationniste français », *Rev. Soc.* 1977, p.395
- B. GENEVOIS, M. GUYOMAR, « Principes généraux du droit : panorama d'ensemble », *Rép. cont. adm.*, Dalloz, 2017
- B. GENEVOIS, « Retour sur la motivation des décisions des juridictions suprêmes », in *Mélanges en l'honneur d'Élisabeth Zoller*, Dalloz, 2018, p.667
- Th. GÉNICON, « Les sanctions en droit des biens, le règne de la sanction en nature », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *La sanction, entre technique et politique*, (dir.) C. Chainais et D. Fenouillet, Dalloz, 2012, p.205
- M. GERMAIN, « L'intérêt commun des actionnaires », *Cah. dr. entr.* 1996/4, p.14
- M. GERMAIN, « Transparence et information », *LPA* 19 nov. 1997, p.16
- M. GERMAIN, « Les moyens de l'égalité des associés dans les sociétés par actions non cotées », in *Mélanges Offerts à Paul Didier*, *Economica*, 2008, p.189
- M. GERMAIN, « Questions nouvelles et anciennes sur l'égalité des actionnaires », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Bissara*, ANSA, 2013, p.197
- M. GERMAIN, « Sur une jurisprudence de l'intérêt social », in *Mélanges en l'honneur de Paul Le Cannu*, LGDJ, 2014, p.289
- J. GHESTIN, « Les données positives du droit », *RTD Civ.* 2002, p.11
- A. GHOZI, Y. LEQUETTE, « La réforme du droit des contrats : brèves observations sur le projet de la chancellerie », *D.*2008, p.2609
- A. GIRARDET, « L'équité du juge : si on levait le voile ? », *Justices* janv.-mars 1998, p.1.
- A. GIUDICELLI, « Approche disciplinaire : les objectifs en droit privé », in *Les objectifs en droit*, (dir.) B. Faure, Dalloz, 2010, p.137
- S. GJIDARA, « La motivation des décisions de justice : impératifs anciens et exigences nouvelles », *LPA* 26 mai 2004, p.3
- C. GOLDIE-GÉNICON, « Droit commun et droit spécial », *Revue de droit d'Assas* févr. 2013, p.29
- A. GOUËZEL, « Ordre public et bonnes mœurs en droit des contrats », *Jur. class. civ.*, LexisNexis, 2023
- Ch. GOYET, « Offres publiques d'acquisition – Pacte d'actionnaires – contrariété de l'accord au principe de libre compétition » *RJC* 1993, p.244
- Ch. GOYET, N. RONTCHEVSKY, « Contrôle de la recevabilité des offres publiques d'échange », *RTD Com.* 2001, p.727
- Ch. GOYET, « Action de concert », *ét. Joly*, Lextenso 2021

Ch. GOYET, « Remarques sur la communication de l'AMF du 2 avril 2021 (Suez-Veolia) et certaines des critiques dont elle a fait l'objet », *RTDF* 2021/1, p.95

Ch. GOYET, « À propos des définitions de l'action de concert. Modeste proposition pour dissiper une double méprise », *RTDF* 2022/4, p.8

Th. GRANIER, « La procédure d'attestation d'équité », *Rev. Soc.* 1997, p.699

J.-P. GRIDEL, « La déloyauté dans l'exécution du contrat, fait générateur de résiliation et de responsabilité », *RLDC* janv. 2013, p.7

C. GROULIER, « La distinction de la force contraignante et de la force obligatoire des normes juridiques. Pour une approche duale de la force normative », in *La force normative, naissance d'un concept*, (dir.) C. Thibierge, LGDJ Bruylant, 2009, p.199

R. GUASTINI, « Théorie et ontologie du droit chez Dworkin », *Droit et société* 1986, p.15

R. GUASTINI, « Les principes de droit en tant que source de perplexité théorique », in *Les principes en droit*, (dir.) S. Caudal, Economica, 2008, p.113

S. GUEGUEN, O. RAMOND « Déclaration de franchissement de seuil et contrats d'equity swap : élément de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire », *Bull. Joly Bourse* sept. 2013, p.439

D. GUEVEL, « La perte des repères terminologiques : confusion des sources et des concepts », *LPA* 24 nov. 2011, p.5

J. GUYENOT, « La commission des opérations de bourse et l'information des porteurs de valeurs mobilières sur l'activité et les résultats des sociétés », *Gaz Pal.* 20 mars 1973, I, p.160

M. GUYOMAR, « La loyauté en droit administratif », *Justice & Cassation* 2014, p.59

Y. GUYON, « Le droit des actionnaires minoritaires », in *La transparence du marché financier*, Association nationale des docteurs en droit section entreprise et Association des juristes d'affaires de Paris 1, Joly, 1989, p.128

Y. GUYON, « Les droits des actionnaires minoritaires », *Rev. dr. banc. bourse* janv.-févr. 1990, p.35

Y. GUYON, « La loi du 12 juillet 1994 sur le dividende majoré », *Rev. Soc.* 1995, p.1

Y. GUYON, « L'évolution de l'environnement juridique de la loi du 24 juillet 1966 », *Rev. Soc.* 1996, p.501

Y. GUYON, « Droit du marché et droit commun des obligations. Rapport de synthèse » *RTD Com.* 1998, p.121

F. HAGE-CHAHINE, « L'ordre public dans l'économie, rapport général », in *Travaux de l'association Henri Capitant*, t.49, 1998, p.17

J.-F. HAMELIN, « L'obligation de vote conforme de l'administrateur au sein d'un groupe de sociétés », *Droit Soc.* août 2019, comm. 149

Ch. HANNOUN, « Quelques précisions sur la garantie de cours et l'action de concert (à propos de l'affaire Hubert Industries) », *D.*1996, p.440

Ch. HANNOUN, « Comment interpréter le désordre des autorités administratives indépendantes » in *Le désordre des autorités administratives indépendantes, l'exemple du secteur économique et financier*, (dir.) N. Decoopman, PUF, 2002, p.7

- M. HASCHÉ-DOURNAUX, « L'adoption de la directive européenne relative aux offres publiques d'acquisition », *LPA* 26 avr. 2004, p.7
- Th. HASS, « La loyauté en droit du travail », *Justice & Cassation* 2014, p.69
- T. L. HAZEN, "Transfers of Corporate control and duties of controlling shareholders. Common Law, tender offers, investment companies and a proposal for reform", *University of Pennsylvania Law review*, 1977, p.1023
- P. HÉBRAUD, « Le juge et la jurisprudence », in *Mélanges offerts à Paul Couzinet*, Université de Toulouse, 1974, p.329
- J. HEINICH, F. PATRIZIO, « Les minoritaires sacrifiés dans les entreprises de taille intermédiaire », *D.*2013, p.2862
- J. HEINICH, F. PATRIZIO, « La protection des actionnaires minoritaires, état des lieux et perspectives », *JCP E* avr. 2018, 1185
- J. HEINICH, « Intérêt propre, intérêt supérieur, intérêt social », *Rev. Soc.* 2018, p.568
- L. HENRIOT, « Étendue du devoir de contrôle de l'AMF en matière d'examen de conformité des offres », *RLDA* 1^{er} nov. 2017, p.43
- J. HERON, « Réflexions sur l'acte juridique et le contrat à partir du droit judiciaire privé », *Droits* 1988, p.85
- M. HERVIEU, « Ordre public économique de direction, ordre public de protection : l'avenir de la distinction », in *Mélanges en l'honneur de Marie-Stéphane Payet*, Dalloz, 2011, p.317
- J. HONORAT, « La prime de contrôle ou quand deux et deux ne font plus quatre », in *Mélanges en l'honneur de Christian Gavalda*, Dalloz, 2001, p.147
- R. HOUIN, « La prise de contrôle d'une société par actions (à l'exclusion du contrôle des concentrations d'entreprises) » *RIDC* 1986, p.567
- D. HOUTCIEFF, « Quelle sanction pour la contradiction ? », *RLDC* juill.-août 2005, p.5
- D. HOUTCIEFF, « Essai de maïeutique juridique : la mise au jour du principe de cohérence », *JCP G* nov. 2009, p.42
- D. HOUTCIEFF, « Le principe de cohérence, 20 ans après », in *Mélanges en l'honneur de Jacques Mestre*, LGDJ, 2019, p.533
- D. HOUTCIEFF, « Renonciation », *Rép. civ.*, Dalloz, 2021
- H. HOVASSE, « La réforme des offres publiques d'acquisition », *Dr. Soc.* juill. 1992, p.1
- H. HOVASSE, « Cession de contrôle d'une société cotée. OPA obligatoire et garantie de cours. Aff. Pinault Printemps », *Dr. Soc.* janv. 1995, p.17
- H. HOVASSE, « OPA. Égalité des actionnaires. Évaluation du prix », *Dr. Soc.* déc. 1995, p.15
- O. HUYGUES DESPOINTES, S. ROBERT, « L'initiateur d'une offre publique dispose-t-il d'un fusil à deux coups ? », *Rev. Droit & Affaires* févr. 2022, p.188
- J. ICARD, « OPA, le droit commun de la consultation au secours des CSE », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2021, doss. 24

- L. IDOT, C. MOMÈGE, « Le rôle clef des engagements en matière de contrôle des concentrations : réflexions sur l'évolution de la pratique », *RLDA* avr. 2001, supp., n°37
- P. IDOUX, « L'influence des aspects non économiques dans l'ordre public économique », in *L'ordre public économique*, (dir.) A. Laget-Annamayer, LGDJ, 2018, p.349
- J.-B. JACQUIS, J. De BÉLOT, « Dividende majoré : l'équilibre de la place en cause », *Les Échos* 2 juin 1993, p.17
- A. JAKAB, « Principes », *APD* 2009, p.387
- L. JANICOT, « Les silences du juge », *RDP* 2012, p.1064
- A. JEAMMAUD, « La règle de droit comme modèle », D.1990, chron., p.199
- A. JEAMMAUD, « Le concept d'effectivité du droit », in *L'effectivité du droit du travail : à quelles conditions ?*, (dir.) Ph. Auvergnon, Presses Universitaires de Bordeaux, 2007, p.34
- A. JEAMMAUD, « De la polysémie du terme 'principe' dans les langages du droit et des juristes », in *Les principes en droit*, (dir.) S. Caudal, Economica, 2008, p.49
- B. JEANNEAU, « La nature des principes généraux du droit en droit français », *Travaux de recherches de l'Institut de droit comparé de l'université de Paris*, t.XXIII, Cujas, 1962, p.203
- M. JEANTIN, « L'irrecevabilité de l'action tendant en cours d'OPA à imposer une offre concurrente et une offre de retrait », *Bull. Joly Soc.* janv. 1992, p.76
- M. JEANTIN, « La licéité d'une opération de cession d'autocontrôle et la recevabilité de l'action en nullité » *Bull. Joly Soc.* mai 1992, p.527
- M. JEANTIN, « L'offre publique sur le marché boursier – Comment se décide une offre publique ? », *LPA* 22 nov. 1995, p.6
- M.-C. JENSEN et W.-H. MECKLING, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *J. Fin. Econ.* 1976, vol.3, p.305
- M.-C. JENSEN, R. S. RUBACK, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *J. Fin. Econ.*, 1983, vol.11, p.5
- Ph. JESTAZ, « Rapport de synthèse sur les standards dans les divers systèmes juridiques », *RRJ* 1988/4, p.1181
- Ph. JESTAZ, « Principe généraux, adages et sources du droit en droit français », in *Autour du droit civil. Écrits dispersés, idées convergentes*, Dalloz, 2005, p.223
- O. JOUANJAN, « Logique de l'égalité », *Cah. Conseil Constitutionnel*, avr. 2020, p.1
- J.-P. JOUYET, « La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* déc. 2009, p.419
- P. KASPARIAN, « Quand la création d'une holding suffit pour le contournement de la réglementation sur les franchissements de seuil... », *Bull. Joly Bourse* janv. 2015, p.8
- H. KELSEN, « La validité du droit international », *Recueil des cours de l'Académie de droit international*, La Haye, 1932-IV, p.124

- H. KELSEN, « Justice et droit naturel », in *Annales de philosophie politique. Le droit naturel*, PUF, 1959, p.1
- P. KIPIANI, « Les engagements : vers un droit négocié en matière de pratiques anticoncurrentielles », *CCC* déc. 2010, ét. 13
- A. KIRRY, L. HARARI « Offres publiques : que faire des actionnaires américains ? », *Bull. Joly Bourse* juill. 2003, p.393
- J. KLEIN, « La loyauté en droit des contrats », *Justice & Cassation*, 2014, p.77
- M. KLOEPFER-PELÈSE, « Faut-il adopter un cadre juridique propice au développement des offres publiques d'acquisition ? Le point de vue de l'analyse économique du droit », *Cah. dr. entr. nov.* 2014, doss. 35
- J.-F. KOVAR, « L'ordre public bancaire et financier » in *L'ordre public économique*, (dir.) A. Laget-Annamayer, LGDJ, 2018, p.323
- A. LACABARATS, « Droit boursier et procédure civile », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.165
- M. LAINE, P. SALIN, « Le mythe de la transparence imposée », *JCP E* 2003, 1586
- Y.-M. LAITHIER, « Les principes directeurs du droit des contrats en droit comparé », *RDC* 2013, p.410
- D. LAMARCHE, « OPR : seuil de détention apprécié au jour du dépôt de la demande des actionnaires minoritaires à l'AMF » ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2021, p.30
- Ph. LAMBRECHT, « Réforme 2007 – Changement du critère de déclenchement de l'OPA obligatoire », in *Liber amicorum André Bruyneel*, Bruylant, 2008, p.429
- V. LANGENBACH, P.-A. MARQUET, A. ATTAR-REZVANI, « Intérêt social et responsabilité des administrateurs dans l'adoption des mesures de défense anti-OPA », *Rev. Droit & Affaires*, sept. 2015, p.62
- Ph. LANGLOIS « Droit boursier et droit du travail », in *Les offres publiques d'achat*, », (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.153
- P. LASCOUMES, « Effectivité », in *Dictionnaire encyclopédique de théorie et de sociologie du droit*, (dir.) A.-J. Arnaud, 2e éd., LGDJ, 1993, p.218
- B. LASSERRE, « Le contrat, entre la régulation sectorielle et le droit commun de la concurrence », in *Les engagements dans les systèmes de régulation*, (dir.) M.-A. Frison-Roche, Science Po Dalloz, 2006, p.239
- B. LAURENT-BELLUE, C. MAISON-BLANCHE, « Le sort des actifs d'une société cible en cas d'offre publique de prise de contrôle non sollicitée », *RTDF* 2021/1, p.82
- D. LEBLANC, « Ramassage, franchissement de seuil, déclaration d'intention », in *La transparence du marché financier*, Association nationale des docteurs en droit section entreprise et Association des juristes d'affaires de Paris 1, Joly, 1989, p.25
- J. LEBLOND, « Les pouvoirs respectifs de l'Assemblée générale, du Conseil d'administration, du Président directeur général et du Directeur général adjoint dans la doctrine institutionnelle », *Gaz. Pal.* 1957, doct., I, p.29
- P. Le CANNU, « Liberté de concurrence... en matière d'offres publiques », *Bull. Joly Bourse* juill. 1993, p.396

- P. Le CANNU, « L'évolution de la loi du 24 juillet 1966 en elle-même », *Rev. Soc.* 1996, p.485
- P. Le CANNU, « Effectivité et ineffectivité du droit des sociétés », in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly, 2005, p.337
- P. Le CANNU, « Les silences d'un concert espagnol », *Rev. Soc.* 2008, p.394
- P. Le CANNU, « Monsieur de Saint-Janvier ou le dépouillement de l'article 1832 du code civil », *Bull. Joly Soc.* sept. 2012, p.675
- A. LECOURT, « Simplifier, clarifier et actualiser le droit des sociétés : les minoritaires sacrifiés sur l'autel du libéralisme ? », *RTD Com.* 2019, p.903
- B. LECOURT, « Contrôle des investissements étrangers opérés par des personnes extérieures à l'Union européenne : l'Europe établit un cadre », *Rev. Soc.* 2019, p.364
- B. LECOURT, « Les sociétés commerciales et la culture du long termisme », in *Mélanges en l'honneur de Suzanne Carval*, IRJS, 2021, p.531
- W. L. LEE, D. CARREAU, « Les moyens de défense à l'encontre des offres publiques d'achat inamicales en France », D.1988, chron., p.15
- F. LEFEBVRE-RANGEON, « Analyse de 10 ans de jurisprudence en la matière : L'exigence de normativité de la loi », *AJDA* 2015, p.1028
- J.-J. LEMOULAND, G. PIETTE, « Ordre public et bonnes mœurs », *Rép. civ.*, Dalloz, 2022
- H. Le NABASQUE, « Franchissements de seuils : les titres assimilés », *RTDF* 2007/3, p.13
- H. Le NABASQUE, « Sacyr-Eiffage, un arrêt très subtil », *Bull. Joly Soc.* mai 2008, p.411
- H. Le NABASQUE, « Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier », *Rev. Soc.* 2010, p.547
- H. Le NABASQUE, « *Total return swap* : l'obsession du numérateur », *Rev. Soc.* 2011, p.212
- H. Le NABASQUE, « Solidarité résultant d'une action de concert et obligation de déposer un projet d'offre publique d'acquisition », *Rev. Soc.* 2015, p.185
- H. Le NABASQUE, « À propos de la réforme de l'article 1833 du Code civil », *Bull. Joly Soc.* sept. 2019, p.1
- F. LEPLAT, « Recommandation de la Commission des opérations de bourse relative aux data rooms », *Lexbase Aff.* déc. 2003, n°98
- C. LEROY, « Le retrait obligatoire ou l'expropriation des actionnaires minoritaires à la suite d'une offre publique de retrait », *Bull. Joly Bourse* nov. 1994, p.567
- Y. LEROY, « La notion d'effectivité du droit », *Droit et société* 2011, p.715
- E. LHÉRITIER, « Inapplication de la règle de droit et ineffectivité », in *L'inapplication de la règle de droit. Exploration des contours d'un phénomène mal connu*, Mare & Martin, 2020, p.165
- Ph. Le TOURNEAU, M. POUMARÈDE, « Bonne foi », *Rép. civ.*, Dalloz, 2019
- P. LEVEL, « La Commission des opérations de bourse et la vie des sociétés », *JCP E* 1977, 12350

- M. LÉVY, P.-S. SERVAN-SCHREIBER, J. VEIL, « Information et communication dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.517
- Y. LOUSSOUARN, « La bonne foi. Rapport de synthèse », in *Travaux de l'association Henri Capitant*, t.43, 1992, p.7
- A. LOUVARIS, « Régulation économique et inflation normative », *RDP* 2014, p.304
- M. LOY, « La réforme du régime juridique des déclarations de franchissement de seuils, loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie », *JCP E* sept. 2005, 1285
- S. LOYRETTE, « Chronique Droit des marchés financiers », *JCP E* 30 avr. 2009, 1431
- M. LUBY, « Droit communautaire des sociétés en 2004 : cap sur la transparence », *Europe* mai 2005, ét. 5
- F.-X LUCAS, M. CAFFIN-MOI, « Théorie des bénéfices et des pertes, Clauses léonines », *Jur. class. soc.*, LexisNexis, 2013
- F.-X. LUCAS, « L'inopportune réforme du Code civil par la loi PACTE », *Bull. Joly Soc.* sept. 2018, p.477
- F.-X. LUCAS, D. PORACCHIA, « La prise en considération des enjeux sociaux et environnementaux de l'activité de la société », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.89
- C. LUCAS De LEYSSAC, « Les injonctions des autorités de régulation », in *Les injonctions du juge*, (dir.) C. Marie, Bruylant, 2009, p.97
- Cl. LUCAS De LEYSSAC, M. CHAGNY, « Concurrence et compétition : deux concepts à distinguer pour mieux organiser le droit de l'économie de marché » in *Les concepts émergents en droit des affaires*, (dir.) E. Le Dolley, LGDJ, 2010, p.93
- F. LUCHAIRE, « Brèves remarques sur une création du Conseil Constitutionnel : l'objectif de valeur constitutionnelle », *RFDC* 2005, p.675
- A. LYON-CAEN, « Principes », in *Mélanges en l'honneur de Robert Badinter*, Dalloz, 2016, p.561
- A. LYON CAEN, « Fadeur législative », *RDT* 2022, p.201
- G. LYON-CAEN, « De l'évolution de la notion de bonne foi », *RTD Civ.* 1946, p.75
- V. MAGNIER, Y. PACLOT, « Le clair-obscur de la loi PACTE : vers un nouveau paradigme de la gouvernance », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2021, p.121
- C. MAISON-BLANCHE, « Les dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique », *Bull. mens. CMF* oct. 1997, n°2, p.11.
- C. MAISON-BLANCHE, « La phase de pré-offre : les règles applicables aux interventions sur les titres faisant l'objet d'une future offre publique », *Rev. dr. banc. fin.* nov.-déc. 2008, p.67
- Ph. MALAURIE, « Rapport de synthèse », in *l'Ordre public à la fin du XXème siècle*, (dir.) Th. Revet, Dalloz, 1996, p.105
- Ph. MALAURIE, « Transparence financière et institutionnelle », *LPA* 22 août 2008, p.3
- M. MALAURIE-VIGNAL, « Droit de la concurrence et droit des contrats », *D.*1995, p.51

- C. MALECKI, « La loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition et l'information des actionnaires et des salariés », D.2006, p.2314
- Ph. MALINVAUD, « Le pouvoir judiciaire au XXI^{ème} siècle », in *Mélanges en l'honneur de Michel Grimaldi*, LGDJ, 2020, p.653
- G. MARCOU, « L'ordre public économique aujourd'hui. Un essai de redéfinition », in *Annales de la régulation*, (dir.) T. Revet et L. Vidal, IRJS, 2009, p.79
- G. MARCOU, « L'apparition du droit du marché et l'ordre public économique », in *Droit et marché*, (dir.) S. Dormont et Th. Perroud, LGDJ, 2015, p.5
- Ph. MARINI, « Le droit de retrait des actionnaires minoritaires dans les sociétés non cotées », *LPA* 4 nov. 1998, p.27
- J. MARSCH, « Loi Florange - Un regard outre-Atlantique et point de vue au sein d'une entreprise multinationale », *Bull. Joly Bourse* oct. 2014, p.483
- J.-P. MARTEL, A. MARRAUD Des GROTTES, « Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.317
- D. MARTIN, « L'intérêt des actionnaires se confond-il avec l'intérêt social ? » in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly, 2005, p.359
- D. MARTIN, F. BOUAZIZ, B. KANOVITCH, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2006/1, p.79
- D. MARTIN, B. KANOVITCH, B.-O. BECKER, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2007/4, p.101
- D. MARTIN, B. COURTEAULT, « Les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique sur une société cotée », *RTDF* 2008/4, p.78
- D. MARTIN, G. BUGE, « Offres publiques et conflits d'intérêts », *Journ. Sociétés* févr. 2009, p.20
- D. MARTIN, B. KANOVITCH, F. MAZERON, « Retour sur les raisons et enjeux des règles encadrant les interventions sur titres dans le cadre d'offres publiques à l'occasion de l'entrée en vigueur des modifications apportées au RG AMF », *RTDF* 2009/3, p.82
- D. MARTIN, G. BUGE, « L'intérêt social dans le contentieux des ordonnances sur requête, en référé et en la forme des référés », *RTD Com.* 2010, p.481
- D. MARTIN, « Les offres publiques et l'absence de concert européen », *Les Échos*, 18 févr. 2010
- D. MARTIN, B. KANOVITCH, G. GIULIANI, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2012/1, p.70
- D. MARTIN, K. ANGEL, « Pour l'introduction d'un seuil de caducité obligatoire ? » *Droit Soc.* janv. 2013, ét. 2
- D. MARTIN, « Franchissements de seuil ou la regrettable déshérence de l'action de concert », *Rev. Droit & Affaires* févr. 2016, doss. 4
- D. MARTIN, B. KANOVITCH, F. HAAS, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2016/1, p.68
- D. MARTIN, B. KANOVITCH, M. EPELBAUM, « Public M&A – Offres publiques », *RTDF* 2018/1, p.48

- D. MARTIN, K. ANGEL, « Réflexions autour du rôle de l'État. Dans la protection des entreprises nationales dans le cadre d'offres hostiles » in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.407
- D. MARTIN, M. CAROSSO, « L'exclusion d'un associé de SAS après la loi de simplification du droit des sociétés », *JCP E* 2020, 1091
- D. MARTIN, « L'incessibilité ou la cession d'actifs d'une société cible d'une offre publique est-elle possible et dans quelles conditions ? », *Rev. dr. banc. fin* sept. 2021, doss. 21
- D. MARTIN, M. THUILLIER, « Principe du libre jeu des offres et des surenchères et Loi Florange : retour vers le futur ? », *Rev. Droit & Affaires* févr. 2022, p.162
- J.-Y. MARTIN, D. CARREAU, « La compétence du juge des référés en matière d'OPA et l'irrecevabilité en cours d'offre publique d'une demande formulée auprès du CBV visant à ordonner le dépôt d'une offre publique concurrente et d'une offre publique de retrait », *Rev. Soc.* 1992, p.327
- F. MARTIN LAPRADE, F. PELTIER « Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée », *Bull. Joly Bourse* sept.-oct. 2004, p.610
- F. MARTIN LAPRADE, « La contractualisation de la répression exercée par le régulateur » in *Les engagements dans les systèmes de régulation*, (dir.) M.-A. Frison-Roche, Science Po Dalloz, 2006, p.197
- F. MARTIN LAPRADE, E. MIALON, « Affaire Sacyr Eiffage, suite et fin ? », *Bull. Joly Bourse* mai 2009, p.185
- F. MARTIN LAPRADE, « Entente et concert, l'action collective en droit économique », in *Mélanges en l'honneur de Fernand Charles Jeantet*, LexisNexis, 2010, p.347
- F. MARTIN LAPRADE, « Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les OPA », *Bull. Joly Bourse* mars 2012, p.100
- F. MARTIN LAPRADE, « Vers une reconnaissance en droit français de la notion de « bénéficiaire économique » ? », *Bull. Joly Bourse* avr. 2013, p.173
- F. MARTIN LAPRADE, « Éclaire - Réflexions sur la proposition de loi dite "Florange" », *Bull. Joly Bourse* juin 2013, p.276
- F. MARTIN LAPRADE, « Affaire EEM : florilège ou ballon de baudruche ? », *Bull. Joly Bourse* déc. 2013, p.577
- F. MARTIN LAPRADE, « Affaire Orco : de l'intérêt de faire appel d'une décision de sanction de l'AMF », *Bull. Joly Bourse* juin 2014, p.297
- F. MARTIN LAPRADE, « Défense anti-OPA : clause de réciprocité et conformité à l'intérêt social » in *Mélanges à la mémoire de Claude Ducouloux Favard*, Bruylant, 2014, p.259
- F. MARTIN LAPRADE, « Ordonnance de transposition de la directive Transparence : peut-on être tenu de déclarer un franchissement de seuil sans être actionnaire ? » *Bull. Joly Bourse* févr. 2016, p.52
- F. MARTIN LAPRADE, « Affaire Riber : rendez-vous devant la Cour de cassation ? », *Bull. Joly Bourse* juin 2016, p.247

- F. MARTIN LAPRADE, « L'opposabilité de la doctrine AMF », in *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, Joly, 2017, p.693
- F. MARTIN LAPRADE, « Franchissement de seuils », *ét. Joly*, Lextenso, 2021
- V. MARTINEAU-BOURGNINAUD, « La mutation de l'intérêt social ou l'entreprise déboussolée », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.55
- M. MARTYNOVA, L. RENNEBOOG, « Mergers and Acquisitions in Europe », *ECGI Finance Working Paper*, janv. 2006, n°114/2006
- J.-M. MARX, « À propos de la valeur des travaux préparatoires dans l'interprétation des lois », *La Belgique judiciaire* 1927, p.257
- A. MASON, D. BURGALA, « Aspects de droit boursier des restructurations », *Cah. dr. entr.* 2011/4, p.24
- Th. MASSART, « Réforme des articles 1833 et 1835 du Code civil : l'équilibre entre performance financière et extra-financière des sociétés », *Gaz. Pal.* 18 déc. 2018, p.3070
- A. MASSON, « La force juridique de la doctrine des autorités de régulation », *Bull. Joly Bourse* mai 2006, p.292
- H. MAZEAUD, « Les notions de droit, de justice et d'équité », in *Mélanges en l'honneur de Geburtstag von August Simonius*, Basel : Helbing & Lichtenhahn, 1955, p.229
- H. MAZEAUD, « Une dénaturation de la loi par la Cour de cassation (La violation des articles 318 et s. du Code civil relatifs à la contestation de paternité légitime) », *JCP G* 1977, I, 2859
- J. MÉADEL, « L'ordre public financier de 2000 à 2017 : Quelle évolution ? », in *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, Joly, 2017, p.703
- V. MEDAIL, P. VERGNOLE, « La réforme des offres publiques par la loi sur les nouvelles régulations économiques », *Bull. Joly Soc.* juill. 2001, p.766
- H. MEGHOUAR, « Opportunités de croissance, création de valeur et prise de contrôle d'entreprises : un cas empirique français », *Vie & Science de l'entreprise* 2016/1, p.51
- H. MEGHOUAR, M. IBRAHIMI, « Le profil des entreprises cibles d'OPA : Une revue de la littérature », *Recherche en Sciences de gestion*, 2021/3, p.141
- M. MEKKI, « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *La sanction, entre technique et politique*, (dir.) C. Chainais et D. Fenouillet, Dalloz, 2012, p.31
- N. MENESSION, « Défenses anti-OPA : état des lieux après l'opération Veolia/Suez », *Bull Joly Bourse* juin 2022, p.52
- V. MERCIER, « Le rôle des parties prenantes dans l'évolution du droit des sociétés », *Bull. Joly Soc.* nov. 2019, p.44
- A.-S. MESCHERIAKOFF, « La notion de principes généraux du droit dans la jurisprudence récente », *AJDA* 1976, p.596
- J. MESTRE, « L'égalité entre associés, (aspects de droit privé) », *Rev. Soc.* 1989, p.399

- J. MESTRE, « L'ordre public dans les relations économiques », in *L'ordre public à la fin du XXe siècle*, (dir.) Th. Revet, Dalloz, 1996, p.33
- J. MESTRE, « L'ordre public dans l'économie, rapport français » in *Travaux de l'association Henri Capitant*, t.49, 1998, p.125
- J. MESTRE, « Intérêt social » *RLDC* 2019/174, p.27
- M. MICHINEAU, « Champ et teneur du contrôle des conditions financières d'une offre publique en présence de valeurs mobilières donnant accès au capital », *Rev. Soc.* 2019, p.114
- D. MINIATO, « L'introuvable principe de loyauté », *D.*2007, p.1035
- B. MIRAT, « Réforme de la procédure d'offres publiques et de maintien de cours », in *La transparence du marché financier*, Association nationale des docteurs en droit section entreprise et Association des juristes d'affaires de Paris 1, Joly, 1989, p.13
- F. MODERNE, « Principes fondamentaux, principes généraux - Actualité des principes généraux du droit », *RFDA* 1998, p.495
- F. MODERNE, « Légitimité des principes généraux et théorie du droit », *RFDA* 1999, p.722
- M. MOHAMED SALAH, « Les transformations de l'ordre public économique : vers un ordre public régulateur ? » in *Mélanges en l'honneur de Gérard Farjat*, Frison-Roche, 2000, p.261
- N. MOLFESSIS, « La distinction du normatif et du non-normatif », *RTD Civ.* 1999, p.729
- N. MOLFESSIS, « La notion de principe dans la jurisprudence de la Cour de cassation », *RTD Civ.* 2001, p.699
- M.-H. MONSIÈRIÉ-BON, C. SAINT-HALARY-HOUIN, « Redressement et liquidation judiciaire. Nullités de droit et nullités facultatives. Notion. Actions voisines (action paulienne, abus de droit). Exercice de l'action et conséquences », *Jur. class. pro coll.*, Lexis Nexis, 2020
- P. De MONTALIVET, « Principes généraux du droit », *Jur. class. adm.*, LexisNexis, 2020
- P. De MONTALIVET, « Contribution à l'élaboration d'une taxinomie juridique. Les catégories de normes, entre genres et espèces », in *Mélanges en l'honneur de Michel Verpeaux*, Dalloz, 2020, p.415
- Ch.-A. MORAND, « Les objectifs de la législation : Approches diversifiées et complémentaires », *RRJ* 1989/4, p.853
- Ch.-A. MORAND, « La sanction », *APD* 1990, p.293
- P. MORDACQ, « Les OPA sauvages en France », *Rev. dr. banc. bourse*, mars-avr. 1988, p.34
- R. MORTIER, « Réformes du rachat par la société de ses propres actions », *RTDF* 2019/3, p.45
- R. MORTIER, « L'atypique réduction de Nestlé au capital de L'Oréal par voie de programme de rachat d'actions », *Dr. Soc.* déc. 2022, ét. 10
- P. MORVAN, « Les vises de principes dans la jurisprudence de la Cour de cassation : inventaire d'un droit "hors-la-loi" », *LPA* 8 juin 2005, p.5
- H. MOTULSKY, « Prolégomènes pour un futur code de procédure civile : la consécration des principes directeurs du procès civil par le décret du 9 septembre 1971 », *D.*1972, chron., p.92

- J.-M. MOULIN, « Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier », *Bull. Joly Bourse* mars 2000, p.117
- J.-M. MOULIN, « Retour sur les bons dits 'Plavix' émis dans le cadre de l'offre publique d'achat de Sanofi-Synthélabo sur Aventis », *Bull. Joly Bourse* sept. 2004, p.673
- J.-M. MOULIN, « L'incidence du droit boursier sur les pactes d'actionnaires », in *Pacte d'associé ou clause statutaire : quel choix pour l'entreprise sociétaire ?* », (dir.) J. Raynard, LexisNexis, 2013, p.95
- J.-M. MOULIN, « Les zones frontières de l'entreprise socialement responsable », in *Mélanges Alain Couret*, Dalloz, 2021, p.161
- J.-M. MOUSSERON, « Un principe de départ : la liberté contractuelle », in *Inventer*, Centre du Droit de l'Entreprise, 2001, p.49
- A.-C. MULLER, « Offres publiques et action de concert », *Rev. dr. banc. fin.* mars 2011, doss. 11
- A.-C. MULLER, « Réglementation des offres publiques. Caractère d'ordre public », *Rev. Soc.* 2021, p.614
- P. MURAT, « Retour sur quelques difficultés d'interprétation de l'article 464 du Code civil », *Deffrénois* 30 août 2017, p.879
- D. NAURIN, « Transparency, Publicity, Accountability – The missing links », *Swiss Political Science Review* 2006, p.90
- M.-C. De NAYER, « Fusions de sociétés cotées et article 5-5-5 du règlement général du CBV », *Bull. Joly Bourse* sept. 1996, p.497
- M.-C. De NAYER, « L'offre publique d'échange sur Eurotunnel : une offre singulière », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2007, prat. 4
- E. NÈGRE, « Les citations des dirigeants dans les communiqués de presse diffusés lors d'OPA/OPE : Une analyse lexicale », *Vie & Science de l'entreprise* 2016/1, p.91
- N. NITSCH, « L'inflation juridique et ses conséquences », *APD* 1982, p.161
- J. NORMAND, « Principes directeurs du procès », in *Dictionnaire de la justice*, (dir.) L. Cadiet, PUF, 2004, p.1039
- M.-A. NOURY, « La loi "Florange" et l'abandon du principe de neutralité des dirigeants en période d'offre publique », *JCP E* 2014, 1271
- G. NUNEZ, M. RIOS, U. MENENDEZ, « La transposition de la directive en Espagne », *Journ. Sociétés* nov. 2008, p.42
- G. NUNEZ, « Public tender offers launched by french companies in Spain », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.703
- M. NUSSENBAUM, « Prime de contrôle, décote de minorité et d'illiquidité », *RJC* 1998, n° spéc., p.15
- M. NUSSENBAUM, « L'analyse économique de la loyauté et des mécanismes des réparations de la déloyauté », *Gaz. Pal.* 24 mai 2012, p.34
- M. NUSSENBAUM, « Les dispositions anti-OPA à l'épreuve de l'intérêt des actionnaires », *JCP E* 2021, 1121

- M. NUSSENBAUM, T. VASSOGNE, « Les attestations d'équité et expertise indépendante », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.437
- D. OHL, « Les 'bons d'offre' : la fin des OPA hostiles ? », *Bull. Joly Bourse* sept. 2006, p.527
- D. OHL, « Les pactes d'actionnaires à l'épreuve du droit boursier » D.2011, p.323
- B. OPPETIT « Le droit hors la loi », *Droits* 1989, p.47
- B. OPPETIT, « Les principes généraux dans la jurisprudence de cassation », *Cah. dr. entr.* 1989/5, p.14
- B. OPPETIT, « Droit et économie », *APD* 1992, p.17
- M. d'ORAZIO, « Éléments d'analyse : arrêt Expand », *Rev. mens. CMF* déc. 2001-janv. 2002, n°44, p.18
- P. ORIANNE, « Les standards et les pouvoirs du juge », *RRJ* 1988/4, p.1037
- O d'ORMESSON, S. KERJEAN, « Le développement de la pratique des engagements en matière de contrôle communautaire des concentrations », *RTD Eur.* 1998, p.479
- P. PAILLER, « Déclaration de franchissement de seuils - Suites et fin de l'affaire Wendel », *Rev. Dr. banc. fin.* juill. 2015, comm. 138
- J. PAILLUSSEAU, « Les fondements du droit moderne des sociétés », *JCP E* 1995, I, 488
- J. PAILLUSSEAU, « Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ? », D.1999, chron., p.157
- J. PAILLUSSEAU, « Entreprise et société. Quels rapports ? Quelle réforme ? », D.2018, p.1395
- J. PAILLUSSEAU, « La mutation de la notion de société et l'intérêt social », *Rev. Soc.* 2020, p.523
- I. PARACHKÉVOVA, « L'empreinte du droit de la consommation sur le droit des sociétés cotées », in *Les défis actuels du droit financiers*, (dir.) A. Couret et C. Malecki, Joly, 2010, p.53
- F. PELTIER, « L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable », *Bull. Joly Soc.* mai 1993, p.551
- F. PELTIER, « Offre publique d'achat, respect du principe de compétition », *Banque et Droit* nov.-déc. 1993, p.21
- F. PELTIER, « Règles de bonne conduite des OPA », *Bull. Joly Bourse* janv. 1999, p.21
- F. PELTIER, « L'inégalité dans les offres publiques », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2003, p.244
- F. PELTIER, « Droit boursier et droit commun des contrats », *RJC* 2003, p.189
- F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.467
- F. PELTIER, « Lettre à Portalis d'un professeur désabusé par la volatilité du code monétaire et financier », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.771
- Ch. PÉNICHON, « Les mesures d'urgence en matière économique et financière », in *Mélange en l'honneur de Dominique Schmidt, op cit.*, p.371
- Ch. PERELMAN, « Égalité et valeurs », *Revue internationale de philosophie* 1971, p.381
- A. PERÈS, « Offre Sanofi-Aventis : pourquoi les BSA Plavix n'ont pas emporté l'aval de l'AMF », *Option Finance* 10 mai 2004, p.33

- C. PÉRÈS, « Observations sur l'absence de principes directeurs à la lumière du projet d'ordonnance portant réforme du droit des contrats », *RDC* 2015, p.647
- A.-E. PÉREZ LUÑO, « Los principios generales del derecho : un mito juridico ? », *Revista de Estudios Politicos* 1997, n°98, p.9
- J.-F. PERRIN, « L'effectivité de l'ordonnance du 10 mars 1975 », in *Le port obligatoire de la ceinture de sécurité. Hypothèses et données pour l'étude des effets d'une norme*, (dir.) Ch. A. Morand, J.-F. Perrin, Ch.-N. Robert et R. Roth, CETEL, 1977, p.36
- A. PERROT, « Le modèle du contrat dans les nouvelles conceptions des régulations économiques », in *Les engagements dans les systèmes de régulation*, (dir.) M.-A. Frison-Roche, Science Po Dalloz, 2006, p.151
- R. PERROT, « La loyauté procédurale », *RTD Civ.* 2006, p.151
- V. PETEV, « Standards et principes généraux du droit », *RRJ* 1988/4, p.825
- A. PETITPIERRE-SAUVAIN, « L'égalité des actionnaires dans l'offre publique d'achat », *RDAl* 1991, p.645
- Th. PEZ, « L'ordre public économique », *Nouv. Cah. Conseil Constitutionnel* oct. 2015, p.44
- E. PICARD, « Introduction générale : la fonction de l'ordre public dans l'ordre juridique », in *L'ordre public : ordre public ou ordre publics ? Ordre public et droits fondamentaux*, (dir.) M.-J. Redor, Bruyant, 2001, p.17
- A. PIETRANCOSTA, « La directive européenne sur les offres publiques d'acquisition enfin adoptée ! », *Rev. dr. banc. fin.* 2004, p.538
- A. PIETRANCOSTA, « Break-up fees et offres publiques : une pratique en voie de consécration ? », *RTDF* 2008/2, p.22
- A. PIETRANCOSTA, J.-F. PRAT, « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.117
- A. PIETRANCOSTA, D. BOMPOINT, « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *RTDF* 2010/1, p.7
- A. PIETRANCOSTA, H. PISANI, « Est-il opportun d'introduire un seuil de caducité automatique de 50 % ? », *JCP G* avr. 2012, 466
- A. PIETRANCOSTA, « The latest reform of French takeover law : the "Florange act" of March 29, 2014 », *RTDF* 2014/3, p.42
- A. PIETRANCOSTA, « Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait révisés par la loi Pacte », *Rev. Soc.* 2019, p.62
- A. PIETRANCOSTA, « Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait révisés par la loi Pacte », *Rev. Soc.* 2019, p.623
- A. PIETRANCOSTA, « Propos sur la nécessaire clarification des infractions d'abus de marché au temps de l'activisme actionnarial », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Dalloz, 2020, p.595
- A. PIETRANCOSTA, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2021, doss. 25

- A. PIROVANO, « La boussole de l'intérêt social - Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? », *D.*1997, chron., p.189
- H. PISANI, « L'action de concert à la lumière de l'affaire Eiffage », *RTDF* 2008/2, p.32
- M. PLANIOL, note sous Cass. Civ., 9 juin 1890, *D.*1890, I, p.409
- D. PORACCHIA, D. MARTIN, « Regard sur l'intérêt social », *Rev. Soc.* 2012, p.475
- D. PORACCHIA, « De l'intérêt social à la raison d'être des sociétés », *Bull. Joly Soc.* juin 2019, p.40
- Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres publiques d'acquisition, état des lieux », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2002, doss. 100038
- Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER, M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres publiques d'acquisition et engagements de présentation aux offres publiques d'acquisition », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2002, doss. 100039
- Ph. PORTIER, R. NAVELET-NOUALHIER et M.-E. MATHIEU-BOUYSSOU, « Libre jeu des offres et des surenchères et procédures de salles d'information (« Data rooms ») » *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2002, doss. 100040
- Ph. PORTIER, « Recommandation sur les 'data-rooms' », *Rev. dr. banc. fin. janv.* 2004, comm. 45
- Ph. PORTIER, « L'émission par Aventis des 'Bons Plavix' », *Rev. dr. banc. fin.* juill.-août 2004, p.269
- Ph. PORTIER, « Information financière et intérêt social », *RTDF* 2006/2, p.68
- Ph. PORTIER, « Loi Pacte et intérêt social : contrainte ou opportunité ? » *Option Finance*, 2 nov. 2018
- J.-B. POULLE, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA* 21 janv. 2009, p.6
- S. RANC, « Droit du travail et sociétés cotées » *RJS* 2021/6, p.19
- F. RANGEON, « Réflexions sur l'effectivité du droit », in *Les usages sociaux du droit*, PUF, 1989, p.126
- Th. De RAVEL d'ESCALPON, « Affaire Elliott : de la délicate conciliation entre instruments dérivés et franchissements de seuils », *RTD Com.* 2020, p.406
- P. RAYNAUD, « La renonciation à un droit », *RTD Civ.* 1936, p.763
- Y. REINHARD, « Prise de participation. Obligation d'information. Loi sur l'épargne », *RTD Com.* 1987, p.519
- P. REIS, « Ordre public économique et pouvoirs privés économiques : le droit de la concurrence au cœur de l'ordre public économique », *RIDE* 2019/1, p.11
- J.-P. RICHARD, « Les formulations d'objectifs dans les textes législatifs, conclusions d'une recherche effectuée par le service des commissions du Sénat », *RRJ* 1989/4, p.788
- L. RICHER, « L'autorité de régulation et la hiérarchie des normes. Une étude de cas (Veolia/Suez) », *JCP E* oct. 2022, 1341
- F. RIEM, « Introduction », in *Droits fondamentaux, ordre public et libertés économiques*, (dir.) F. Collart-Dutilleul et F. Riem, Fondation Varenne, 2013, p.13

- G. RIPERT, « L'ordre économique et la liberté contractuelle », in *Mélanges en l'honneur de François Géný*, t.2, 1934, p.374
- J. RIVERO, « Sanction juridictionnelle et règle de droit », in *Études juridiques offertes à Léon Julliot De La Morandière*, Dalloz, 1964, p.457
- J.-L. RIVES-LANGE, « Le devoir de loyauté. Rapport de Synthèse », *Gaz. Pal.* 5 déc. 2000, p.80
- S. ROBERT, « Non-lieu à OPR sur la société CNIM : curieuse articulation entre les notions d'actif principal et d'actifs significatifs », *Bull. Joly Bourse* nov. 2020, p.40
- J. ROCHFELD, « Du statut du droit contractuel de protection de la partie faible : les interférences du droit des contrats, du droit du marché et des droits de l'homme », in *Études offertes à Geneviève Viney*, LGDJ, 2008, p.835
- J. ROCHFELD, « De la confiance du consommateur ou du basculement d'un droit de protection de la partie faible à un droit de régulation du marché », *LPA* 16 févr. 2009, p.7
- J. ROCHFELD, « Cause – Licéité ou moralité de la cause », *Rép. civ.*, Dalloz, 2022
- R. ROLL, "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *J. Bus.*, 1986, vol.56, p.197
- N. RONTCHEVSKY, « La liberté contractuelle et la transaction à l'épreuve de la réglementation boursière », *Bull. Joly Bourse* sept. 1995, p.365
- N. RONTCHEVSKY, « Le retrait obligatoire à l'épreuve des procédures en cours et des principes directeurs des offres publiques », *RTD Com.* 2000, p.978
- N. RONTCHEVSKY, J.-P. STORCK, M. STORCK, « Le réalisme du droit des marchés financiers », in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly, 2005, p.425
- N. RONTCHEVSKY, « La Cour d'appel de Paris statue sur les recours formés contre la décision du Collège de l'AMF du 26 juin 2007 dans l'affaire Sacyr-Eiffage : il y avait bien un concert mais l'AMF ne pouvait enjoindre aux concertistes de déposer un projet d'OPA sans respecter les droits de la défense », *RTD Com.* 2008, p.377
- N. RONTCHEVSKY, « L'utilisation de la notion d'intérêt social en droit des sociétés, en droit pénal et en droit boursier », *Bull. Joly Bourse* juill. 2010, p.355
- N. RONTCHEVSKY, « Nouveau régime des instruments dérivé à dénouement monétaire : transparence et cohérence », *RTD Com.* 2012, p.360
- N. RONTCHEVSKY, « Contentieux des offres publiques d'acquisition : précisions sur la portée du contrôle juridictionnel exercé sur les décisions de l'autorité de marché », *RTD Com.* 2017, p.662
- N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, « OPA-OPE obligatoires », *ét. Joly*, Lextenso, 2017
- N. RONTCHEVSKY, « Offres publiques d'acquisition : non-lieu à dépôt d'un projet d'offre publique en cas de mise en concert ou de substitution au sein d'un concert dès lors que le contrôle de la société cotée n'est pas modifié », *RTD Com.* 2018, p.420
- N. RONTCHEVSKY, « Pour une clarification de l'action de concert », *RTD Com.* 2019, p.445
- N. RONTCHEVSKY, J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, « Capgemini/Altran : enseignements quant au contrôle de la conformité d'un projet d'offre publique », *Bull. Joly Bourse* mars 2021, p.20

- N. RONTCHVESKY, « La réglementation des OPA et ses principes directeurs relèvent d'un ordre public économique de direction », *Bull. Joly Bourse* sept. 2021, p.34
- N. RONTCHEVSKY, « Observations sur les sources du droit des offres publiques à l'épreuve de l'affaire Veolia-Suez », *RTD Com.* 2021 p.384
- N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, « OPA-OPE : présentation générale », *ét. Joly*, Lextenso, 2022
- G. ROUHETTE, « L'article premier des lois », in *Les Mots de la Loi*, (dir. N. Molfessis), Economica, 1999, p.37
- B. De ROULHAC, « La lutte contre les prises de contrôle rampantes divise les juristes », *L'AGEFI*, 14 mai 2013, p.6
- F. ROUMY, « Les origines romano-canoniques du concept moderne de sanction », in *Les sanctions en droit contemporain*, vol.1, *La sanction, entre technique et politique*, (dir.) C. Chainais et D. Fenouillet, Dalloz, 2012, p.3
- S. ROUSSEAU, I. TCHOTOURIAN, « L'intérêt social en droit des sociétés », *Rev. Soc.* 2009, p.735
- M. ROUSSILLE, « Projet de loi PACTE : quel impact ? – Réflexion sur la consécration de l'intérêt social et de la raison d'être de la société », *Dr. Soc.* août 2018, ét. 10
- J.-F. ROVERATO, « Avec Sacyr, c'était la guerre, tout était permis », Entretien, *Le Figaro*, 21 avr. 2008
- S. SABATIER, « Les seuils des offres publiques », *RTDF* 2009/4, p.36
- P. SARGOS, « Les principes généraux du droit privé dans la jurisprudence de la Cour de cassation. Les garde-fous des excès du droit », *JCP G* 2001, I, 306
- T. SAUVEL, « Histoire du jugement motivé », *RDP* 1955, p.5
- R. SAVATIER, « L'ordre public économique », D.1965, chron., p.37
- R. SAVATIER, « L'inflation législative et l'indigestion du corps social », D.1977, chron., p.43
- J. SCHAPIRA, « L'intérêt social et le fonctionnement des sociétés anonymes », *RTD Com.* 1971, p.957
- S. SCHILLER, « L'égalité en droit des sociétés », *APD* 2008, p.119
- S. SCHILLER, « La fraude, nécessaire *deus ex machina* face à l'évolution du droit des sociétés » *Rev. Soc.* 2014, p.211
- S. SCHILLER, F. PATRIZIO, « Un rééquilibrage nécessaire des relations entre majoritaires et minoritaires dans les sociétés non cotées », *JCP E* mai 2014, 1284
- S. SCHILLER, « Les conséquences de la nouvelle rédaction des articles 1833 et 1835 du Code civil sur l'ingénierie sociétaire », *JCP N* janv. 2020, 1034
- E. SCHLUMBERGER, « La constitutionnalité des clauses statutaires d'exclusion de SAS », *Bull. Joly Soc.* janv. 2023, p.9
- D. SCHMIDT, « Quelques remarques sur les droits de la minorité dans les cessions de contrôle », D.1972, chron., p.233

- D. SCHMIDT, « Exposé introductif. La loi de la majorité », *RJC* 1991, n° spéc., p.7
- D. SCHMIDT, C. BAJ, « De l'ancien au nouveau règlement général du CBV », *Rev. dr. banc. bourse* juin-juill. 1992, p.137
- D. SCHMIDT et Cl. BAJ, « Récentes évolutions de l'action de concert », *Rev. dr. banc. bourse* sept.-oct. 1992, p.184
- D. SCHMIDT, « Transparence et marchés financiers et boursiers », *RJC* 1993, n° spéc., p.168
- D. SCHMIDT, « De l'intérêt commun des associés », *JCP G* 1994, I, 3793
- D. SCHMIDT, « Plafonnement des droits de vote et offre publique d'achat », *Rev. dr. banc. bourse* juill.-août 1994, p.151
- D. SCHMIDT, « De l'intérêt social », *JCP E* 1995, I, 488
- D. SCHMIDT, « Réflexions sur le retrait obligatoire », *Rev. dr. banc. bourse* nov.-déc. 1999, p.213
- D. SCHMIDT, « OPE : contrôle judiciaire de la parité admise par une autorité de marché », *Bull. Joly Soc.* juill. 2001, p.796
- D. SCHMIDT, « Commentaire de la recommandation n°2003-01 de la COB relative aux procédures dites de Data Room », *JCP E* 8 avr. 2004, p.605
- D. SCHMIDT, « Les droits des minoritaires et les offres publiques », *D.*2007, p.1887
- D. SCHMIDT, J.-F. RÉROLLE, « L'an I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », *Rev. droit banc. fin.* sept.-oct. 2007, p.5
- D. SCHMIDT, « Libres propos sur l'égalité des actionnaires en cas de cession de contrôle », *Bull. Joly Bourse* janv. 2010, p.34
- D. SCHMIDT, « La clarification de l'articulation entre la coopération des investisseurs sur les questions de gouvernance d'entreprise et la notion d'action « concertée » », *Rev. Soc.* 2013, p.405
- D. SCHMIDT, « L'office du juge en droit des OPA et des abus de marché », *Bull. Joly Bourse* mars 2017, p.117
- D. SCHMIDT, « Concertation entre actionnaires et action de concert », *Rev. Soc.* 2019, p.338
- D. SCHMIDT, « La loi PACTE et l'intérêt social », *D.*2019, p.633
- D. SCHMIDT, « Loi PACTE : l'intérêt social », *JCP E* juin 2019, 1318
- D. SCHMIDT, « Autorité des marchés financiers : sanctions pour manquements à des obligations de déclaration et pour manquement d'entrave », *D.*2020, p.1344
- D. SCHMIDT, « Les défenses de Suez contre l'OPA de Veolia », *RTDF* 2021/1, p.3
- D. SCHMIDT, « Déclarations de cession et d'intention en cours d'OPA », *Bull. Joly Bourse* sept. 2021, p.32
- D. SCHMIDT, N. RONTCHEVSKY, « Action de concert », *ét. Joly*, Lextenso 2022
- D. SCHMIDT, « Les principes directeurs des OPA et l'article L.233-32 du Code de commerce », *Bull. Joly Bourse* mai 2022, p.46

- Y. SERINET, « Le juge et l'illicéité du contrat », in *Le renouveau des sanctions contractuelles*, (dir.) F. Collart-Dutilleul et C. Coulon, Economica, 2007, p.85
- A. SOILLEUX, Y. PIETTE, « Restructuration financière et offre publique obligatoire », *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2016, comm. 41
- F. De SOLA CANIZARÈS, « Le caractère institutionnel de la Société de capitaux », *Rev. Soc.* 1950, p.351
- J.-P. SORTAIS, « Protection des minoritaires : droit boursier », *Rép. soc.*, Dalloz, 2010
- J.-P. STORCK, « L'élégance du raisonnement juridique », in *Mélanges en l'honneur de Didier Ferrier*, Dalloz-Lexis Nexis, 2021, p.633
- M. STORCK, « Sanction de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil », *RTD Com.* 2006, p.623
- S. SYLVESTRE, « Les bons Plavix », *LPA* 8 févr. 2005, p.8
- H. SYNDET, « Propos désenchantés sur le traitement judiciaire de l'affaire Sacyr-Eiffage », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, Dalloz, 2013, p.669
- H. SYNDET, « Propos impertinents sur l'activisme actionnarial », *Rev. dr. banc. fin.* nov. 2020, doss. 34
- H. SYNDET, « L'AMF, le juge et le communiqué », *Bull. Joly Bourse* mai 2021, p.1
- A. TADROS, « Regard critique sur l'intérêt social et la raison d'être de la société dans le projet de loi PACTE », *D.*2018, p.1765
- I. TCHOTOURIAN, « La sanction des conflits d'intérêts à travers la déloyauté : approche française et nord-américaine du devoir de loyauté », *Bull. Joly Bourse* déc. 2008, p.599
- I. TCHOTOURIAN, « La loyauté à travers la contrainte de la transparence : retour sur les évolutions jurisprudentielles de la responsabilité bancaire en matière d'investissements boursiers », *Actes prat. et ing. soc.*, mars-avr. 2011, p.30
- A. TEISSIER, « Prise de participation suivie d'une OPA = projet global ? » *Bull. Joly Travail* nov. 2020, p.22
- B. TEYSSIÉ, « L'offre publique d'acquisition dans le droit du comité social et économique », *JCP S* 2022, 1224
- F. TERRÉ, « Pitié pour les juristes », *RTD Civ.* 2002, p.247
- C. THIBIERGE, « Au cœur de la norme : le tracé et la mesure. Pour une distinction entre normes et règles de droit », *APD* 2008, p.341
- C. THIBIERBE, « Synthèse, la force normative », in *La force normative, naissance d'un concept*, (dir.) C. Thibierge, LGDJ Bruylant, 2009, p.741
- C. THIBIERGE, « Libres propos sur la transformation du droit des contrats », *RTD Civ.* 1997, p.357
- G. THOUVENIN, « Éditorial », *Justice & Cassation* 2014, p.5
- M. TIREL, « La réforme de l'intérêt social et la 'ponctuation signifiante' », *D.*2019, p.2317
- M. TIREL, « L'intérêt social, changement de modèle normatif », *APD* 2020, p.537
- M. TIREL, « Prendre le droit de la RSE au sérieux », *Bull. Joly Soc.* nov. 2022, p.41

S. TISSEYRE, « La bonne foi : un principe prophylactique », in *Mélanges en l'honneur de Corinne Saint Alary Houin*, LGDJ, 2020, p.553

S. TORCK, « Le rachat par les sociétés cotées de leurs propres actions (article L.225-209 du Code de commerce) et le principe d'égalité des actionnaires », *Bull. Joly Bourse* nov. 2002, p.509

S. TORCK, « Le rachat d'action aux fins de gestion financière sous l'influence du droit communautaire », *Bull. Joly Bourse* févr. 2005, p.112

S. TORCK, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », *Rev. dr. banc. fin.* mars 2011, comm. 74

S. TORCK, « Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissements de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi ? », *Bull. Joly Bourse* nov. 2011, p.576

S. TORCK, « Vents de réforme sur le régime des déclarations de franchissement de seuils », *Dr. Soc.* févr. 2012, comm. 30

S. TORCK, « Le rachat d'actions aux fins de gestion financière du capital enfin ouvert aux sociétés non cotées sur un marché réglementé ou organisé », *Bull. Joly Soc.* juin 2012, p.510

S. TORCK, « Aspects de droit des marchés financiers de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives », *Dr. Soc.* mai 2012, comm. 84

S. TORCK, « La sanction de l'article L.233-14 du Code de commerce est-elle applicable au défaut de déclaration des instruments dérivés à dénouement monétaire ? » *Bull. Joly Bourse* mai 2012, p.197

S. TORCK, « Quand la commission des sanctions de l'AMF réécrit l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce », *Dr. Soc.* mai 2013, comm. 86

S. TORCK « L'AMF applique-t-elle la jurisprudence Spector ? », *Bull. Joly Bourse* juill. 2013, p.325

S. TORCK, « Affaire LVMH/Hermès : face A », *Bull. Joly Soc.* nov. 2013, p.738

S. TORCK, « La proposition de loi Florange et le droit des offres publiques », *Dr. Soc.* janv. 2014, ét. 2

S. TORCK, « Les obligations d'information du PSI dans les opérations de couverture à prime nulle. Propos critiques au sujet de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 26 septembre 2013 », *Dr. Soc.* avr. 2014, ét. 7

S. TORCK, « Quand la Cour d'appel de Paris réécrit de son côté l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce », *Dr. Soc.* oct. 2014, comm. 149

S. TORCK, « Utilisation et communication d'informations privilégiées : la leçon de rectitude de la commission des sanctions de l'AMF », *Bull. Joly Bourse* nov. 2014, p.524

S. TORCK, « Offre publique obligatoire d'ICADE sur SILIC : quelques propos dissidents au sujet de l'arrêt de la Chambre commerciale du 25 novembre 2014 », *Dr. Soc.* mars 2015, comm. 54

S. TORCK, « Offres publiques : vers un rachat obligatoire ? », *Bull. Joly Bourse* mai 2019, p.1

S. TORCK, « Désignation de l'autorité compétente pour sanctionner le défaut de dépôt d'une offre publique : la CJUE consacre la distinction entre concert de contrôle et concert de gestion », *Bull. Joly Bourse* janv. 2022, p.48

- A. TOUFFAIT, A. TUNC, « Pour une motivation plus explicite des décisions de justice, notamment celles de la Cour de cassation », *RTD Civ.* 1974, p.487
- M. TOUZEIL-DIVINA, « Le plan est en deux parties... parce que c'est comme ça », *AJDA* 2011, p.473
- F.-G. TREBULLE, « Stakeholders Theory et droit des sociétés Partie 1 », *Bull. Joly Soc.* déc. 2006, p.1337
- F.-G. TREBULLE, « Stakeholders Theory et droit des sociétés Partie 2 », *Bull. Joly Soc.* janv. 2007, p.7
- M. TROCHU, « Les offres publiques d'achat », *RTD Com.* 1967, p.695
- M TRONCHU, « Le triomphe du capitalisme sauvage ou B.S.N contre Saint Gobain », *D.*1969, p.221
- A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, "Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability", *Cognitive Psychology*, 1973, vol.5, p.207
- A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, "Advances in prospect theory : Cumulative representations of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty*, 1992, vol.5, p.297
- J. UNTERMAIER, « Les principes du droit de l'environnement », in *Les principes en droit*, (dir.) S. Caudal, Economica, 2008, p.201
- I. URBAIN-PARLÉANI, « Le bouleversement des acquis », in *Regard sur l'évolution du droit des sociétés depuis la loi du 24 juill. 1966*, (dir.) I. Urbain-Parléani et P.-H. Conac, Dalloz, 2018, p.81
- I. URBAIN-PARLÉANI, « Les sociétés saisies par la vertu ? » in *Mélanges en l'honneur de Gilbert Parleani*, IRJS, 2021, p.543
- Q. URBAN, « La réforme des articles 1833 et 1835 du code civil par la loi Pacte ; beaucoup de bruit pour rien ? », in *Mélanges en l'honneur de Michel Storck*, Dalloz 2021, p.773
- C. UZAN, « Transparence et opérations financières : le suivi du contrôle dans les sociétés cotées », *Entretiens de l'AMF* nov. 2008, p.27
- X. VAMPARYS, « Offres publiques : le nouveau régime de l'expertise indépendante », *Bull. Joly Bourse* nov. 2006, p.785
- G. VAN DER MEERSCH, « Propos sur le texte de la loi et les principes généraux du droit », *Journal des tribunaux* 17 oct. 1970, p.557
- M.-J. VANEL, « Contrôle de la C.O.B en matière d'offres publiques », in *O.P.A., Stratégies, enjeux financiers et industriels ; Expériences françaises et étrangères*, Colloque de l'Office de formation et de documentation internationales, Revue de Presse Thématique, 1988, p.13
- M.-J. VANEL, « À propos de l'arrêt Havas », *Rev. mens. CMF* avr. 1998, n°7, p.19
- M. VANQUICKENBORNE, « La structure de la notion d'égalité en droit », *Revue internationale de philosophie* 1971, p.331.
- H. De VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, « Data rooms. Conditions de mise en œuvre lors des cessions de blocs d'actions de sociétés cotées », *Banque et Droit* nov.-déc. 2003, p.35
- H. De VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, « Chronique financière et boursière », *Banque et Droit* mai-juin 2004, p.33

- H. De VAUPLANE, « Morale et bourse : un long malentendu », in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly, 2005, p.221
- H. De VAUPLANE, « Droit des offres publiques. Le cadre réglementaire et institutionnel », in *Les offres publiques d'achat*, (dir.) G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p.1
- P. De VAREILLES-SOMMIÈRES, « Regards privatistes sur la notion d'ordre public économique », in *L'ordre public économique*, (dir.) A. Laget-Annamayer, LGDJ, 2018, p.107
- M. VASSEUR, « Le pouvoir du comité de la réglementation bancaire de régir les prises de participation indirecte dans un établissement de crédit et la sanction du non-respect de ses règlements », D.1989, chron., p.209
- R. VATINET, « Les défenses anti-OPA », *Rev. Soc.* 1987, p.539
- C. VAUTROT-SCHWARZ, « L'ordre public économique », in *L'ordre public*, (dir.) Ch.-A. Dubreuil, Cujas, 2011, p.187
- G. VEDEL, « Le droit économique existe-t-il ? », in *Mélanges offerts à Pierre Vigreux*, t.2, Travaux et recherches de l'I.P.A.-I.A.E, 1981, p.767
- E. VERGÈS, « Principes directeurs du procès pénal. – Origine et force normative des principes directeurs », *Jur. class. proc. pénale*, LexisNexis, 2019
- J. VERHOEVEN, « La notion d'applicabilité directe du droit international », *RDBI* 1980, p.243
- A. VIALARD, « L'offre publique de contrat », *RTD Civ.* 1971, p.750
- A. VIANDIER, « Offres publiques et droit des sociétés », *Gaz. Pal.* 3 mai 1988, p.247
- A. VIANDIER, « Sécurité et transparence du marché financier (Commentaire des titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989) », *JCP E* 1989, I, 15612
- A. VIANDIER, « Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française », *Bull. Joly Bourse* janv. 1993, p.7
- A. VIANDIER, « Critère de la recevabilité d'une offre publique d'achat », *JCP E* 1993, II, 457
- A. VIANDIER, « Retrait obligatoire : à propos de l'affaire Sogenal », *RJDA* 1995, p.646
- A. VIANDIER, « La réforme du droit des offres publiques », *RJDA* 1997, p.499
- A. VIANDIER, « « L'expropriation » de l'actionnaire minoritaire dans le cadre du retrait obligatoire » *JCP E* nov. 1998, 1880
- A. VIANDIER, « Le droit des sociétés à l'épreuve des offres publiques », *RJC* 2000, p.243
- A. VIANDIER, « La décision de cession des actions d'autocontrôle n'est pas en soi contraire à l'intérêt social », *JCP E* juin 2000, p.1046
- A. VIANDIER, « Insuffisance de la motivation de la décision du CMF de recevabilité d'une OPE réservant un traitement différent aux actions à dividende prioritaire par rapport aux actions ordinaires », *JCP E* juin 2001, p.1046

- A. VIANDIER, « L'arrêt Groupe Harwanne, légitimité des motifs et limite de la transparence », *Les Échos*, 18 mars 2002
- A. VIANDIER, « Affaire Schneider/Legrand : étendue du contrôle juridictionnel de la Cour de Paris en matière d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire », *JCP E* 2003, 1711
- A. VIANDIER, « Défenses en cours d'offre. Les règles de compétence des organes sociaux après la loi du 31 mars 2006 », *RJDA* 2006, p.441
- A. VIANDIER, « Épilogue de l'affaire Prologue », *Rev. Soc.* 2021, p.450
- G. VINEY, « Cessation de l'illicite et responsabilité civile », in *Mélanges en l'honneur de Gilles Goubeaux*, Dalloz, 2009, p.547
- J. VISCONTI, Q. BERTRAND, « L'insaisissable notion d'actif essentiel', obstacle aux offres publiques obligatoires sur les filiales cotées », *Bull. Joly Bourse* mai 2022, p.30
- J.-M. VITTORI, « Quand l'économie devient morale », *Les Échos* 2 févr. 2004, p.12
- M. VIVANT, « Le plan en deux parties, ou de l'arpentage considéré comme art », in *Études offertes à Pierre Catala*, Litec, 2001, p.969
- L. VOGEL, « Loyauté et droit des affaires : L'impossible mariage ? » in *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, Dalloz, 2013, p.745
- K. VONNEGUT Jr., « Harrison Bergeron », in *Welcome to the Monkey House*, Dell Publishing, 1988, p.20
- F. WEYR, « La théorie normative. Ses bases et sa signification pour la jurisprudence », in *Vedecka recenka pravnické fakulty Masarykovy university v Brně*, IV, 1925, p.3
- J. WINTER, « Directive OPA et gouvernance d'entreprise durable », *Bull. Joly Bourse* mai 2021, p.37
- E. WYMEERSCH, « L'offre publique d'achat obligatoire », *RDAI* 1991, p.625
- J. WROBLEWSKI, « Les objectifs de la loi, entre l'idée et la réalité », in *Le recours aux objectifs de la loi dans son application*, Association internationale de méthodologie juridique, Actes du congrès des 10-12 sept. 1990, Story-Scientia, 1992, p.233
- J. WROBLEWSKI, « Principes du droit », in *Dictionnaire encyclopédique de théorie et sociologie du droit*, (dir.) A.-J. Arnaud, 2^e éd., LGDJ, 1993, p.475.
- B. ZABALA, « Le traitement des instruments dérivés à dénouement monétaire : le choix de la transparence par assimilation » *Bull. Joly Soc.* mai 2012, p.207
- M. S. ZAKI, « Définir l'équité », *APD* 1990, p.87
- S. ZAKI, « La place du juge consulaire dans le cadre du contentieux des offres publiques », *Rev. Droit & Aff.* févr. 2022, p.196
- F. ZENATI-CASTAING, « Les principes généraux en droit privé », in *Les principes en droit*, (dir.) S. Caudal, Economica, 2008, p.257
- F. ZENATI-CASTAING, « La signification en droit de la motivation », in *La motivation en droit public*, (dir.) S. Caudal, Dalloz, 2013, p.25

IV. Rapports, Observations

AMF, *Rapports annuels 2003-2022*

AMF, *25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre des opérations financières*, prés. J.-M. Naulot, *Rev. AMF* avr. 2005, n°13, p.11

AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention*, prés. B. Field, oct. 2008

AMF, *Consultation de place*, 19 mai 2009

AMF, *Consultation publique sur le projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition*, 3 déc. 2010

AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique du 9 décembre 2011 portant sur des propositions de modification de certaines dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition*, 24 avr. 2012, p.3 et s.

AMF, *Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les OPA*, 13 mai 2014,

AMF, *Rapport sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques*, sept. 2019.

AMF, *Rapport du groupe de travail sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques*, prés. Th. Philipponnat et P. Suet, sept. 2019

AMF, *Communication sur l'activisme actionnarial*, avr. 2020

AMF, *Rapport 2020 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 24 nov. 2020

AMF, *Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2020 – Commission des sanctions et juridictions de recours*

AMF, *Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF*, oct. 2020

AMF, *Précisions sur le rôle de l'AMF dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez*, 18 mai 2022

ANSA, « Observations présentées par l'ANSA sur le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques », com. spéc., n°3025, 21 mars 2000

ANSA, « Franchissement de seuils de participation : à quel moment doit-on se placer pour calculer le nombre d'actions possédées ? » *Bonnes feuilles* n°3046, *Bull.* août-sept.-oct. 2000

ANSA, « Observations présentées par l'ANSA au sujet du rapport du groupe de travail réuni à l'AMF sur les franchissements de seuils et du projet d'ordonnance relative à la transparence », n°09-007, févr. 2009

ANSA, « Projets de réforme du régime des offres publiques obligatoires – Observations présentées par l'ANSA », n°09-033, juill. 2009

ANSA, « Rapport sur la loi visant à reconquérir l'économie réelle : dispositions relatives au droit de vote double, aux OPA et aux AGA », n°14-007, mars 2014

Autorité de la Concurrence, *Rapport annuel 2009*

Autorité de la Concurrence, *Les engagements comportementaux*, La documentation française, 2020

Banque Mondiale, *Protecting Minority Investors ; Achieving sound corporate governance*, Doing Business 2017

Cass., *Rapport de la Commission de réflexion sur la Cour de cassation 2030*, 2021

CE, *Rapport annuel 1991*

CE, *Rapport annuel 2006*

CE, avis n°394.599 et 395.021, *sur le projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises*, 14 juin 2018

CMF, *Rev. mens.* nov. 1998, n°13

CNEN, *Rapport public d'activité*, 2017

COB, *Rapports annuels 1968-2002*

COB, *Le recours à l'attestation d'équité et la généralisation de l'avis du conseil d'administration*, *Bull. mens. COB* nov. 1995, n°296.

COB, *La protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours*, prés. J.-F. Lepetit, 1996

COB *Bull. mensuel.* déc. 1971, n°33, p.14.

COB, *Bull. mens.* juin 1988, n°215

COB, *Bull. mens.* sept. 1989, n°228

COB, *Bull. mens.* déc. 1989, n°231

COB *Bull. mens.* avr. 1995, n°290

COB, *Bull. mens.* janv. 2001, n°353

COB, *Bull. mens.* nov. 2001, n°362

COB, *Bull. mens.* janv. 2002, n°364

COB, *Bull. mens.* mars 2002, n°366

COB, *Bull. mens.* oct. 2003, n°383

Com. Européenne, *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*, prés. J. Winter, 10 janv. 2002

Com. Européenne, *Rapport sur l'application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, COM (2012)

Comité Viénot, *Rapport sur le conseil d'administration des sociétés cotées*, prés. M. Viénot, juill. 1995

Ernest Young, *Observatoires des offres publiques 2016-2022*

ESMA, *Public statement containing information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover bid directive*, ESMA/2013/1642, 12 nov. 2013

Euronext, *Who are the CAC 40 and SBF 120 shareholders ?*, 2023

L. GALLOIS, *Rapport au Premier Ministre, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, 2012

HCJP, *Rapport concernant la réforme du retrait obligatoire de la cote*, prés. S. Torck, 26 mars 2018

HCJP, *Rapport sur la responsabilité des sociétés et de leurs dirigeants en matière sociale et environnementale, et examen des conséquences juridiques associées aux modifications apportées aux articles 1833 et 1835 du code civil*, prés. D. Martin, 19 juin 2020

Marccus Partner, *The Takeover Bids directive Assessment Report*, 2013

N. NOTAT, J.-D. SENARD, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, 2018

OCDE, *Roundtable on Failing Firm Defence*, 10 août 2010

Proxinvest, *Rapport Assemblées générales et activisme actionnarial Saison 2020*, 2021

Ricol Lasteyries, *Observatoires des offres publiques*, 2009-2015

TGS Baltic, *Study on Minority Shareholders Protection Prepared for the Directorate-General for Justice and Consumers, the European Union*, 2018

V. Jurisprudence

Instances européennes

CJCE, C-29/83 et C-30/83, 28 mars 1984, *Compagnie royale asturienne des mines SA et Rheinzink GmbH*

CJCE, C-106/83, 13 déc. 1984, *Sermide*

CJCE, C-68/88, 21 sept. 1989, *Commission c/ République Hellénique*

CEDH, n°12945/87, 16 déc. 1992, *Hadjianastassiou c/ Grèce*

CJCE, C-133/93, C-300/93 et C-362/93, 5 oct. 1994, *Crispoltoni e.a*

CEDH, n°34369/97 *Thlimmenos c/ Grèce*, 6 avr. 2000

CJCE, C-313/04, 11 juill. 2006, *Franz Egenberger*

CJCE, C-391/04, 10 mai 2007, *Georgakis* ; *Europe* juill. 2007, comm. 184, L. Idot.

CJUE, C-127/07, 16 déc. 2008, *Arcelor*

CJUE, C-101/08, 15 oct. 2009, *Audiolux* ; D.2009, p.2612 ; *Rev. Soc.* 2010, p.45, note G. Parleani ; *RTD eur.* 2010, p.113, chron. L. Coutron ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2010, p.371, note J.-M. Moulin ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2010, p.34, note D. Schmidt.

CJUE, C-45/08, 23 déc. 2009, *Spector*; *Rev. Soc.* 2010, p.325, note P.-H. Conac ; D.2010, p.85, obs. A. Lienhard ; *RTD com.* 2010 p.395, obs. N. Rontchevsky ; *Bull. Joly Soc* avr. 2010, p.346, note D. Schmidt ; *Bull. Joly Bourse* mars-avr. 2010, p.92, note S. Torck ; *RTDF* 2010/2, p.4, note A. Pietrancosta

TUE, T-588/08, 14 mars 2013, *Dole Food*

CJUE, C-32/11, 14 mars 2013, *Allianz Hungaria*

CJUE, C-206/16, 20 juill. 2017, *Marco Tronchetti Provera SpA et alii.*, ; concl. N. Whals, 15 mars 2017 ; *Europe* oct. 2017, comm. 358, note E. Daniel

CJUE, C-654/16, C-657/16 et C-658/16, 11 janv. 2018, *Amber Capital Italia Sgr SpA*

CJUE, C-735/19, 10 déc. 2020, *Euromin Holdings* ; Concl. J. Kokott, 10 sept. 2020 ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2021, p.27, com. M. Menjuncq

CJUE, C-605/18, 9 sept. 2021, *Adler Real Estate AG, Petrus Advisers LLP*; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2022, comm. 39, note Th. Bonneau ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2022, p.48, note S. Torck

CJUE, C-302/20, 15 mars 2022, *M. A c. AMF* ; *Bull. Joly Bourse* mai 2022, p.36, note M. Galland ; *Rev. Soc.* 2022, p.447, obs. A.-C. Muller ; *RTD Com.* 2022, p.122, obs. N. Rontchevsky

Conseil Constitutionnel

Const. Const., déc. n°81-132 DC, 16 janv. 1982, *Loi de nationalisation* ; *Rev. Soc.* 1982, p.132, note J.G ; *Gaz Pal.* 2 févr. 1982, I, p.67, note A. Piedelièvre et J. Dupichot ; D.1983, p.169, note L. Hamon

Cons. Const., déc. n°85-196 DC, 8 août 1985, *Loi sur l'évolution de la Nouvelle Calédonie*, D.1986, jur., p.45, obs. F. Luchaire

Cons. Const., déc. n°86-217, 18 sept. 1986, *loi relative à la liberté de communication* ; *Rev. Soc.* 1986, p.606, note Y. Guyon.

Cons. Const., déc. n°87-232 DC, 7 janv. 1988, *Loi relative à la mutualisation de la caisse nationale de crédit agricole* ; *Rev. Soc.* 1988, p.229, note Y. Guyon

Cons. Const., déc. n°89-254 DC, 4 juill. 1989, *Loi modifiant la loi du 6 août 1986 relative aux modalités d'application des privatisations* ; *Rev. Soc.* 1990, p.27, note Y. Guyon.

Cons. Const., déc. n°89-260 DC, 28 juill. 1989, *Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier*

Cons Const., déc. n°93-329 DC, 13 janv. 1994, *Falloux* ; *RFD Const.* 1994, p.325, obs. L. Favoreux

Cons. Const., déc. n° 92-316 DC, 20 janv. 1993, *Loi relative à la prévention de la corruption et à la transparence de la vie économique et des procédures publiques*

Cons. Const., déc. n°93-335 DC., 21 janv. 1994, *Loi sur l'urbanisme et la construction*

Cons. Const., déc. n°2005-512 DC, 21 avr. 2005, *Loi d'orientation et de programme pour l'avenir de l'école* ; *RTD Civ.* 2005, p.5664, note P. Deumier ; *D.*2005, chron., p.1886, note M. Verpeaux ; *JCP G* 2005, act. 250, note B. Mathieu ; *RDP* 2005, p.849, note P. Camby ; *Cah. Conseil Constitutionnel* 2006, p.63, note V. Champeil-Desplats ; *RDP* 2006, p.53, note G. Drago

Cons. Const., déc. n°2010-4/17 QPC, 22 juill. 2010, *M. Alain C et autres*

Cons. Const., déc. n°2011-116 QPC, 8 avr. 2011, *Michel Z et autres*

Cons. Const., déc. n°2013-369 QPC, 28 févr. 2014, *Société Madag* ; *Bull. Joly Bourse* juin 2014, p.305, note M. Roussille ; *JCP E* 2014, 1118, note A. Couret ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2014, p.201, note H. Le Nabasque

Cons. Const., n°2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC, 18 mars 2015, *M. John et autres*

Cons. Const., n°2015-715 DC, 5 août 2015, *Loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques*

Cons. Const., déc. n°2016-741 DC, 8 déc. 2016, *Loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique*

Cons. Const., déc. n°2017-634 QPC, 2 juin 2017, *M. Jacques*

Cons. Const., déc. n°2018-771 DC, 25 oct. 2018, *Loi pour l'équilibre des relations commerciales dans le secteur agricole et alimentaire et une alimentation saine, durable et accessible à tous*

Cons. Const., déc. n°2019-778 DC, 24 mars 2019, *Loi de programmation 2018-2022 et de réforme pour la justice*

Conseil d'État

CE, n°169219, 3 juill. 1996, *M. Koné*

CE, n°179049, 179050, 179054, 28 mars 1997, *Société Baxter*

CE, n°213415, 20 déc. 2000, *Géniteau* ; *Rec. CE* p.635 ; *AJDA* 2001, p.489, note J.-M. Pontier ; *D.*2001, p.1713, obs. A. Raunouard

CE, n°259231 et n°259232, 13 juill. 2006 ; *Bull. Joly Bourse* nov.-déc. 2006, p.743, concl. M. Guyomar ; *Droit Soc.* déc. 2006, comm. 189, note Th. Bonneau

CE, n°300467, 19 mars 2007, *Le Gac*

CE, n°340512, 18 juill. 2011, *Fédération nationale des chasseurs et fédération départementale des chasseurs de la Meuse*

CE, n°36082, 21 mars 2016, *Société Fairvesta International GMBH et a* ; *Rev. Soc.* 2016, p.608, note O. Dexant-De Bailliencourt ; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2016, comm. 46, note P. Pailler ; *Dr. Soc.* juin 2016, comm. 108, note R. Vabres

CE, n°374224, 6 avr. 2016 ; *Dr. Soc.* juin 2016, comm. 107, note R. Vabres ; *Procédures* juill. 2016, comm. 242, note N. Chiffot

CE, n°396698, 19 mai 2017 ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2017, comm. 226, note P. Pailler

CE, n°422186, 20 mars 2020, *Société Arkea Direct Bank*

Cour de Cassation

Cass. Civ., 4 déc. 1929 ; S.1931, I, p.49, note P. Esmein

Cass Req., 24 janv. 1934, *SA Des Cartonneries de Gondardennes* ; S.1935, 1, p.17, note P. Esmein

Cass. Com., n°59-11.394, 18 avr. 1961; D.1961, p.661; *JCP* 1961, II, 12164, obs. D. Bastian; S.1961, I, p.257, note A. Dalsace; *RTD Com.* 1961, p.634, obs. R. Houin

Cass. Com., n°68-11.085, 21 janv. 1970 ; *JCP* 1970, II, 16541, obs. B. Oppetit ; *Rev. Soc.* 1970, p.292, note J. G ; *RTD Com* 1970, p.738, obs. R. Houin

Cass. Civ. 3^{ème}, n°70-10933, 24 mars 1971

Cass. Crim., n°76-92.008, 2 mars 1978

Cass. Com., n°78-13.836, 30 mai 1980; *Rev. Soc.* 1981, p.311, note D. Schmidt

Cass. Com., n°86-13.040, 23 juin 1987; *Bull. Joly Soc.* juill. 1987, p.624; *Deffrénois* 1988, p.604, note J. Honorat

Cass. Com., n°86-13.644, 15 juill. 1987

Cass. Civ., n°87-16.862, 20 mai 1989 ; *Bull. Joly Soc.* mai 1989, p.411, note P. Le Cannu

Cass. Com., n°87-19.369, 17 oct. 1989 ; *Rev. Soc.* 1990, p.30, note Y. Chartier

Cass. Com., n°89-14.092, 19 juin 1990 ; *Rev. Soc.* 1990, p.621, note J.-P. Sortais ; *RTD Com.* 1991, p.58, p.70 et p.401, obs. C. Champaud ; *Bull. Joly Soc.* oct. 1990, p.881, note P. Le Cannu

Cass. Com., n°89-15.725, 22 janv. 1991 ; *Bull. Joly Soc.* avr. 1991, p.389, note M. Jeantin

Cass. Com., n°89-19.739, 17 déc. 1991 ; D.1992, p.204, concl. Jéol ; *Rev. Soc.* 1992, p.309, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly* 1992, p.179, note J.-J. Barbièri ; *JCP E* 1992, II, 262, note A. Viandier ; *RTD Com.* 1992, p.642, obs. Y. Reinhard

Cass. Com., n°91-14693, 4 mai 1993 ; *Bull. Joly Soc.* juill. 1993, p.769, note R. Baillod ; *Rev. Soc.* 1993, p.800, note P. Didier

Cass. Com., n°93-10.934, 4 oct. 1994 ; *Deffrénois* 1995, p.251, obs. P. Le Cannu ; *Dr. Soc.* déc. 1994, comm. 207, note H. Le Nabasque

Cass. Com., n°92-14.617, 29 nov. 1994 ; *Bull. Joly Bourse* janv. 1995, p.25, note P. Le Cannu ; *Rev. Soc.* 1995, p.308, note D. Vatel

Cass. Com., n°93-15.444, 4 juill. 1995; D.1996, p.440, note Ch. Hannoun ; *Rev. Soc.* 1995, p.718, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly Bourse* mars 1996, p.157, note J.-M. Desaché.

Cass. Com., n°94-13.708, 6 mai 1996 ; *Rev. Soc.* 1996, p.802, note P. Le Cannu ; *Dr. Soc.* 1996, comm. 139, obs. H. Hovasse ; *Rev. dr. banc. bourse* juill.-août 1996, p.178, note F.-J. Crédot et Y. Gérard ; *Banque et Droit* juill.-août 1996, p.35, obs. H. De Vauplane et F. Peltier

Cass. Com., n°91-21.364, 17 mai 1994 ; *Rev. Soc.* 1994, p.485, note S. Dana-Demaret ; *Bull. Joly Soc.* juill. 1994, p.816, note J.-J. Daigre

Cass. Com., n°94-12.287, 2 juill. 1996 ; *Bull. Joly Bourse* sept. 1996, p.505, note G. L

Cass. Com., n°95-15.220, 29 avril 1997 ; *Bull. Joly Bourse* mai 1997, p.391, note L. Faugérolas ; *Rev. Soc.* 1998, p.337, note F. Bucher ; D.1998, p.334, note M. Nussenbaum

Cass. Civ. 3^{ème}, n°95-17.122, 18 juin 1997 ; *Bull. Joly Soc.* nov. 1997, p.968, note P. Le Cannu

Cass. Com., n°96-11.988, 10 fév. 1998 ; *Rev. dr. banc. bourse* sept.-oct. 1998, p.181, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Dr. Soc.* avr. 1998, p.13, note D. Vidal ; *RTD Com.* 1998, p.348, obs. C. Champaud et D. Danet ; *ibid.* p.370, obs. B. Petit et Y. Reinhard ; *JCP E* avr. 1999, p.771, obs. D. Gibirila ; *Bull. Joly Soc.* mai 1998, p.468, note M. Menjucq

Cass. Com., n°95-21.289, 24 févr. 1998 ; *Bull. Joly Bourse* juill. 1998, p.474, note M.-C. De Nayer

Cass. 1^{ère} Civ., n°96-13.972, 17 mars 1998 ; *RTD Civ.* 1999, p.670, obs. J. Mestre ; *JCP G* 1998, II, 10148, note S. Piedelièvre ; *Deffrénois* 1998, p.749, obs. J.-L. Aubert ; *CCC* juin 1998, comm. 86, note L. Leveneur

Cass. Com., n°96-17.661, 9 févr. 1999 ; *Bull. Joly Soc.* mai 1999, p.566, note J.-J. Daigre ; *Rev. Soc.* 1999, p.80, note P. Le Cannu

Cass. Com., n°97-19.957, 25 janv. 2000 ; *CCC* avr. 2000, comm. 63, note M. Malaurie-Vignal

Cass. Com., n°98-10.236, 10 oct. 2000 ; *JCP E* janv. 2001, p.85, note A. Viandier ; *Dr. Soc.* févr. 2001, p.10, comm. Th. Bonneau ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2001, p.181, note P. Scholer

Cass. Com., n°98-17.478, 21 nov. 2000

Cass. Com., n°98-19086, 22 mai 2001 ; *Deffrénois* 2001, p.1204, obs. H. Hovasse

Cass. Com., n°99-11.999, 18 juin 2002 ; *JCP G* 2002, n°47, p.2082, note H. Hovasse ; *JCP E* 2002, n°43, p.1728, note A. Viandier ; *Bull. Joly Bourse* nov. 2002, p.621, note S. Sylvestre ; *Dr. Soc.* avr. 2003, comm. 72, note J.-P. Legros

Cass. Com., n°00-11.692, 7 janv. 2004 ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2004, p.544, note P. Le Cannu

Cass. Com., n°02-14.053, 7 janv. 2004 ; *Banque et droit* mars-avr. 2004, p.36, obs. H. De Vauplane et J.-J. Daigr

Cass. Com., n°01-16.581, 30 nov. 2004 ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2005, p.241, note P. Le Cannu

Cass. Com., n°04-14.188, 11 oct. 2005 ; *Bull. Joly Soc.* mai 2006, p.632, note Th. Massart

Cass. Com., n°01-15503 et n°01-15670, 8 nov. 2005 ; *Bull. Joly Soc.* mars 2006, p.339, note J.-F. Barbièri

Cass. Com., n°04-10.696, 10 mai 2006 ; *RTDF* 2006/2, p.62, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Sociétés* oct. 2006, p.1142, note J.-J. Daigre ; *RTD Com.* 2006, p.623, note M. Storck ; *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2006, act. 148, note H. Le Nabasque et Ph. Portier ; *Banque et Droit* mai-juin 2006, p.56, obs. H. De Vauplane et J.-J. Daigre

Cass. Com., n°05-15.643, 20 nov. 2007

Cass. Com., n°06-17.501, 12 févr. 2008

Cass. Com., n°09-16.112, 29 juin 2010 ; *Rev. Soc.* 2010, p.446, note F. Martin Laprade

Cass. Com., n°10-10.965, 8 févr. 2011 ; *Bull. Joly Soc.* juill. 2011, p.591, note S. Torck

Cass. Com., n°10-15.648, 27 avr. 2011

Cass. Com., n°10-24.438, 8 nov. 2011 ; *Rev. Soc.* 2012, p.238, note A. Viandier ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2012, p.297, note F.-X. Lucas ; *RTD Com.* 2012, p.358, obs. M.-H. Monsérié-Bon ; *Gaz. Pal.* 25-26 janv. 2013, p.32, obs. B. Dondero

Cass. Com., n°10-27.562, 17 janv. 2012 ; *Dr. Soc.* juin 2012, comm. 105, note M. Roussille ; *RTD Com.* 2012, p.144, obs. P. Le Cannu et B. Dondero

Cass. Civ. 3^{ème}, n°11-17.948, 12 sept. 2012 ; *Bull. Joly Soc.* déc. 2012, p.831, note D. Poracchia

Cass. Com., n°11-11.633, 15 sept. 2012 ; *Bull. Joly Soc.* nov. 2012, p.805, note S. Torck ; *Rev. Soc.* 2012, p.509, note H. Le Nabasque

Cass. Com., n°13-17.347, 23 sept. 2014 ; *JCP E* déc. 2014, n°49, 1618, note H. Hovasse ; *JCP G* déc. 2014, n°49, 1254, note E. Martinier ; *Gaz. Pal.* 3 févr. 2015, p.37, note C.B ; *RDC* 2015, p.281, note A.-S. Barthez

Cass. Com., n°13-21.715, 25 nov. 2014 ; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2015, p.37, note D. Martin et G. Giuliani ; *Dr. Soc.* mars 2015, comm. 54, note S. Torck ; *Rev. Soc.* 2015, p.185, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Bourse* juin 2015, p.275, note J. Klein.

Cass. Com., n°13-27.967, 10 févr. 2015 ; *Rev. Soc.* 2015, p.371, note A. Viandier

Cass. Com., n°14-11.760, 10 févr. 2015 ; *Gaz. Pal.* 28 juill. 2015, p.26, note J.-M. Moulin ; *Dr. Soc.* mai 2015, p.22, note H. Hovasse ; *Bull. Joly Soc.* mai 2015, p.234, note F. Danos

Cass. Com., n°12-21.361, 27 mai 2015 ; *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2015, comm. 138, obs. P. Paillet

Cass. Com., n°14-24.905, 3 mai 2016

Cass. Com., n°14-27.052, 11 janv. 2017 ; *Gaz. Pal.* 20 juin 2017, p.77, note J.-M. Moulin ; *Bull. Joly Soc.* juin 2017, p.379, note S. Sylvestre ; *Rev. Soc.* 2017, p.294, note D. Schmidt ; *JCP E* 2017, n°15, p.28, note R. Mortier ; *Dr. Soc.* avr. 2017, p.43, note C. Coupet

Cass. Civ. 3^{ème}, n°16-13.914, 30 mars 2017 ; *D.*2017, p.1575, note M.-P. Dumont-Lefrand ; *AJDI* 2017, p.588, note F. Planckel et A. Antoniutti ; *LPA* 21 août 2017, p.12, note P. Battistini

Cass. Com., n°15-25.121, 5 juill. 2017 ; *Dr. Soc.* oct. 2017, comm. 170, note R. Vabres ; *Banque et Droit* sept.-oct. 2017, p.33, comm. J. Chacornac ; *RLDA* 1^{er} nov. 2017, 6342, note L. Henriot ; *RTD Com.* 2017, p.662, note N. Rontchevsky ; *Rev. dr. banc. fin.* 2018, p.64, note A. Soilleux, et Y. Piette.

Cass. Civ. 3^{ème}, n°16-26.500, 21 déc. 2017 ; *Gaz. Pal.* 3 avr. 2018, p.72, obs. B. Brignon ; *Bull. Joly Soc.* mai 2018, p.286, note E. Schlumberger ; *Rev. Soc.* 2018, p.487, note R. Dalmau

Cass. Com., n°16-19.762, 14 févr. 2018 ; *Dr. Soc.* mai 2018, p.23, note H. Hovasse ; *RTD Civ.* 2018, p.459, note P. Crocq ; *Gaz. Pal.* 26 juin 2018, p.79, note B. Brignon

Cass. Com., n°15-26.273, 3 mai 2018 ; *Rev. Soc.* 2019, p.114, note M. Michineau

Cass. Com., n°17-11103, 14 nov. 2018 ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2019, p.18, note Th. De Ravel d'Esclapon ; *RTD Com.* 2019, p.169, note J. Moury ; *Rev. Soc.* 2019, p.401, note D. Schmidt ; *Dr. Soc.* févr. 2019, comm. 25, note J. Heinich

Cass. Soc., n°18-14.520, 19 déc. 2018 ; *JCP S* 2019, 1066, note A. Tissier ; *JCP E* 2019, 1116, note C. Merle et A. Vivant ; *Bull. Joly Trav.* févr. 2019, p.21, note G. Auzéro ; *Bull. Joly Bourse* mai 2019, p.44, note D. Bompoin et V. Ramonéda ; *Jur. Lamy Social* 25 mars 2019, n°472-5, p.16, note H. Nassom-Tissandier

Cass. Com., n°17-18.350, 9 janv. 2019

Cass. Com., nos 16-14.727, 16-14.866 et 16- 18.201, 9 janv. 2019, *Bull. Joly Bourse* mars 2019, p.39, note F. Martin Laprade ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2019, p.16, note D. Bompoin et V. Ramonéda ; *Rev. Soc.* 2019, p.338, note D. Schmidt ; *RTD Com.* 2019, p.445, obs. N. Rontchevsky

Cass. Com., n°17-18.785, 7 mai 2019 ; *Gaz Pal.* 24 sept. 2019, p.44, note M. Stoclet ; *Dr. Soc.* août-sept. 2019, p.15, note R. Mortier

Cass. Com., n°16-17.186, 27 mars 2019 ; *Dr. Soc.* janv. 2020, comm. 9, note P. Pailler

Cass. Com., n°17-13.565, 22 mai 2019 ; *Bull. Joly Soc.* oct. 2019, p.8, note A. Gaudemet ; *JCP G* 15 juill. 2019, 774, obs. B. Dondero ; *RTD Com.* 2019, p.689, note J. Moury ; *Dr. Soc.* juill. 2019, comm. 121, note R. Mortier ; *Dr. Soc.* août 2019, comm. 149, note J.-F. Hamelin ; *Rev. Soc.* 2019, p.681, note J. Delvallée ; *Gaz. Pal.* 24 sept. 2019, p.55, note M. Roussille ; *D.*2019, p.1316, note D. Schmidt

Cass. Civ. 3^{ème}, n°18-16.861, 27 juin 2019 ; *Gaz Pal.* 12 nov. 2019, p.73, note R. Conseil ; *Gaz Pal.* 17 déc. 2019, p.76, note E. Casimir ; *Bull. Joly Soc.* déc. 2019, p.22, note J. Heinich

Cass. Com., n°18-15.651, 4 mars 2020

Cass. Com., n°18-22.076, 30 sept. 2020 ; *D.*2020, p.2273, note D. Schmidt ; *Bull. Joly Bourse* déc. 2020, p.22, note E. Guégan ; *Droit Soc.* déc. 2020, comm. 141, note R. Mortier

Cass. Com., n°18-24.853, 13 janv. 2021 ; *Bull. Joly Soc.* mars 2021, p.17, note M. Storck ; *JCP G* 6 avr. 2021, act. 375, note B. Lecourt ; *Rev. Soc.* 2021, p.248, note A. Viandier ; *Dr. Soc.* mai 2021, comm. 61, note J.-F. Hamelin ; *JCP E* 9 sept. 2021, 1404, note B. Dondero ; *Gaz. Pal.* 15 juin 2021, p.74, note M. Buchberger

Cass. Com., n°19-15.299, 6 janv. 2021 ; *Gaz. Pal.* 16 févr. 2021, p.33, note C. Albiges ; *Bull. Joly Soc.* mai 2021, p.40, note J. Crastre.

Cass. Civ. 1^{ère}, n°18-18.896, 19 mai 2021 ; *Dr. Soc.* oct. 2021, comm. 119, note N. Jullian

Cass. Com., n°20-12.307, 15 déc. 2021 ; *Rev. Soc.* 2022, p.159, note A. Viandier ; *Dr. Soc.* févr. 2022, comm. 16, note J.-F. Hamelin ; *JCP G* 14 fév. 2022, act. 212, note K. Lafaurie ; *Bull. Joly Soc.* mars 2022, p.22, note J. Heinich ; *Bull. Joly Bourse* mars 2022, p.38, note D. Schmidt ; *Gaz Pal.* 15 mars 2022, p.64, note M. Buchberger ; *JCP E* 21 avr. 2022, 1164, note B. Dondero

Cass. Com., n°20-16.168, 30 mars 2022 ; *Bull. Joly Soc.* mai 2022, p.23, note J.-F. Barbièri ; *Dr. Soc.* nov. 2022, comm. 121, note J.-F. Hamelin ; *Gaz. Pal.* 21 juin 2022, p.62, note C. Mayran

Cass. Civ. 3^{ème}, n°21-22.174, 11 janv. 2023 ; *Dr. Soc.* mars 2023, comm. 31, note N. Jullian ; *D.*2023, p.627, note Th. De Ravel d'Esclapon ; *Rev. Soc.* 2023, p.437, note R. Dalmau.

Juridictions du fond

TC Seine, 2 mai 1938, *SA Au Planteur de Caïffa* ; *Journ Soc.* 1939, p.359

CA Paris, 22 févr. 1980; *Rev. Soc.* 1980, p.489, note Y. Guyon

TC Paris, 28 juill. 1986, *SA Radar* ; *Rev. Soc.* 1987, p.59, note J.-J. Daigre ; D.1987, p.305, obs. M. Vasseur ; *RTD Com.* 1987, p.521, note Y. Reinhard

TGI Paris, 20 janv. 1988, D.1988, p.431, note M. Contamine Raynaud ; *JCP E* 1988, II, 15177, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain ; *RTD Com.* 1989, p.79, obs. Y. Reinhard

TGI Paris, 22 févr. 1988, *Herrikoia* ; *JCP E* 1988, II, 15177, note A. Viandier et J.-J. Caussain

TC Paris, 23 févr. 1988, *Sté Schneider SA et autres c/ La Télémechanique* ; *JCP E* 1988, II, 15242, note Th. Forschbach. Conf. par CA Paris, 18 mars 1988; *JCP E* 1988, II, 15248, note Th. Forschbach ; *Gaz Pal.* 5 juill. 1988, p.461, note J.-P. Marchi ; *RTD Com.* 1989, p.77, note Y. Reinhardt

CA Bruxelles, 1^{er} mars 1988, *Société générale de Belgique c. Cerus* ; *Rev Soc.* 1988, p.245 ; *Rev. dr. banc. bourse* mai-juin 1988, p.100, note M. Jeantin et A. Viandier

CA Paris, 18 mars 1988, *Cofitel c. Télémechanique électrique* ; *JCP E* 1988, II, 15248, note Th. Forschbach ; D.1989, p.359, note F. Laroche-Gisserot

CA Paris, 28 mars 1988, *Gaz Pal.* 3 mai 1988, I, p.308, obs. C. Ducouloux Favard ; D.1989, p.116, note N. Decoopman

CA Paris 13 juill. 1988, *Holophane* ; *Bull. Joly Soc.* 1988, p.682 et p.715, note Y. Sexer ; *JCP E* 1988, II, 15337, note T. Forschbach ; D.1989, jur. 160, note P. Le Cannu

CA Paris, 10 avr. 1989 ; *Rev. Soc.* 1989, p.485, note Th. Forschbach

CA Paris, 17 mai 1989, *Moyon et autres c/ Saint Gobain* ; *Bull. Joly Soc.* 1989, p.807, obs. M. Jeantin

TC Paris, 30 août 1989, *RJC* 1989, p.379, note D. Schmidt

CA Paris, 7 nov. 1990, *Champy* ; *Bull. Joly Soc.* janv. 1991, p.62, note P. Le Cannu

CA Paris, 18 avr. 1991, *Sté Pabim c/ Lazard Frères* ; *Rev. Soc.* 1991, p.765, note H. Carreau et D. Martin ; *Bull. Joly Soc.* juin 1991, p.610, note P. Le Cannu

CA Paris, 24 juin 1991, *Devanlay SA/Galerie Lafayette* ; *RJC* 1991, p.305, note Ch. Goyet ; *JCP E* 1991, II, 215, note Th. Forschbach ; *Rev. Soc.* 1992, p.70, note D. Carreau et J.-Y. Martin

CA Paris, 20 nov. 1991, *Quadral c. Finmeccanica* ; D.1992, p.193, note Y. Guyon ; *Bull. Joly Soc.* janv. 1992, p.76, note M. Jeantin ; *Rev. dr. banc. bourse* mars-avr. 1992, p.78, note A. Viandier ; *Rev. Soc.* 1992, p.327, note J.-Y. Martin et D. Carreau.

CA Paris, 20 nov. 1991, *SA Maison A. Baud c/ Bolloré Technologies SA* ; *Bull. Joly Soc.* janv. 1992, p.69, note P. Le Cannu

TC Nîmes, 18 fév. 1992, *Nestlé c/ La Source Perrier* ; *Bull. Joly* mai 1992, p.536, note P. Le Cannu ; *Gaz. Pal.* 29 oct. 1992, p.634, note J.-P. Marchi.

CA Paris, 18 févr. 1992, *SA Éditions Maréchal Le Canard enchaîné et autres c/ Bergeron* ; D.1992, IR 141.

CA Paris, 10 mars 1992, *Société Pinault c/ Actionnaires minoritaires d'Au Printemps SA* ; D.1992, IR, p.145 ; *Rev. Soc.* 1992, p.229, note M. Vasseur ; *Bull. Joly Soc.* avr. 1992, p.425, obs. A. Viandier ; *Rev. dr. banc. bourse* mai-juin 1992, p.101, comm. H. Hovasse

TC Paris, 16 mars 1992, *SA Saint-Louis, SPG. SA Nestlé, SA Demilac et autres* ; *RJC* 1992, p.209, note A. Couret ; *Bull. Joly* mai 1992, p.526, note M. Jeantin ; *Gaz. Pal.* 29 oct. 1992, p.634, note J.-P. Marchi.

CA Paris, n°92/1221, 8 juill. 1992, *Haenel et autres c/ Sté Biscuits Poult* ; *Bull. Joly Soc.* nov. 1992, p.1210, note L. Faugérolas

CA Paris, n°93/5842, 27 avr. 1993, *Mutuelle du Mans Assurance-Vie c/ Société OCP* ; *RJC* 1993, p.244, note Ch. Goyet ; *Rev. dr. banc. bourse* mai-juin 1993, p.134, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Bull. Joly Bourse* juill. 1993, p.396, note P. Le Cannu ; *JCP E* 1993, II, 457, note A. Viandier ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1993, p.720, note M.-A. Frison-Roche ; *Rev. Soc.* 1993, p.605, note D. Martin et D. Bompont ; *Banque et Droit* mai-juin 1993, p.18, obs. F. Peltier.

CA Paris, n°93/17254, 27 oct. 1993, *Balland c/ Comité d'entreprise de la Sucrierie-Raffinerie de Briennon* ; *Banque et Droit* nov.-déc. 1993, p.21, obs. F. Peltier ; *JCP E* 1994, I, 331, n°14, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain

CA Paris, n°93/018290, 22 févr. 1994 ; *Bull. Joly Bourse* mai 1994, p.281, note F. Peltier

CA Paris, n°93/26895, 25 fév. 1994, *Société financière CIRCE, Société des caves et producteurs réunis de Roquefort* ; *Rev. dr. banc. bourse* mars-avr. 1994, p.86, obs. M. Germain M. et M.-A. Frison-Roche ; *Dr. Soc.* 1994, comm. 146, obs. H. Hovasse ; *Banque et Droit* nov.-déc. 1994, p.23, obs. F. Peltier

TGI Paris, 5 août 1994, *JCP E* 1994, II, 623, obs. A. Viander ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1994, p.597, note C. Ducouloux-Favard ; *Dr. Soc.* déc. 1994, comm. 209, note H. Hovasse.

CA Paris, 15 nov. 1994, *Zodiac*, *Bull. Joly Bourse* janv. 1995, p.9, obs H. De Vauplane ; *Dr. Soc.* févr. 1995, comm. 45, obs. H. Hovasse.

CA Paris, n°95/2112 16 mai 1995, *Sogénal* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 1995, p.395 ; *JCP E* 1995, I, 475, obs. J.-J. Caussain et A. Viandier ; *Rev. Soc.* 1995, p.535, note L. Faugérolas ; *Banque et Droit* mai-juin 1995, p.57, chron. F. Peltier ; *RJDA* 1995, p.646, note A. Viandier

CA Paris, 30 juin 1995 ; *JCP E* 1996, I, 795, note J.-J. Daigre

CA Paris, 18 sept. 1995 ; *Rev. dr. banc. et bourse* janv.-févr. 1996, p.28, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1995, p.511, note P. Le Cannu.

CA Paris, 11 juin 1997, *Géniteau c/ Lagardère SCA* ; *Bull. Joly Bourse* sept.-oct. 1997, p.750, note N. Rontchevsky ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1997, p.831, note H. De Vauplane ; *JCP E* 1997 I, 676, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain

CA Paris, 13 janv. 1998, *Tecknecomp Holding International* ; *Rev. Soc.* 1998, p.572, note P. Le Cannu ; *Rev. dr. banc. bourse* mars-avr. 1998, p.64, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *LPA* 18 janv. 1999, p.10, note A. Tenenbaum ; *JCP E* 19 sept. 1999, p.1431, chron. J.-J. Daigre.

CA Paris, 7 avr. 1998, *SA Parfival c/ SA Cauval* ; *JCP E* oct. 1998, p.1598, note J.-J. Daigre ; *Dr. Soc.* août-sept. 1998, comm. 117, note. H. Hovasse ; *Rev. Soc.* 1998, p.630, obs. Y. Guyon ; *Bull. Joly Bourse* mai 1998,

p.266, note A. Couret ; *RTD Com.* 1998, p.635, obs. N. Rontchevsky ; *Banque et droit* mai-juin 1998, p.29, obs. H. De Vauplane ; *Rev. mens. CMF* juin 1998, n°9, p.24, obs. M. d'Orazio

CA Paris, 25 juin 1998, *Société fermière du Casino Municipal de Cannes* ; *Bull. Joly Bourse* nov. 1998, p.834, note A. Couret ; *Rev. Soc.* 1999, p.144, note F. Bucher

CA Paris, 3 juill. 1998, *Géniteau c/ Elyo* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 1998, p.636, note A. Couret ; *JCP E* 1998, 1880, note A. Viandier ; *JCP G* 1999, II, 10008, note J.-J. Daigre ; *RTD Com.* 1998, p.887, obs. Ch. Goyet, N. Rontchevsky et P. Storck ; D.1999, somm., p.257, note Y. Reinhard ; *Rev. Soc.* 1999, p.125, note J.-J. Daigre

TGI Paris, n°51669/99, 29 mars 1999, *Parfival* ; *Bull. Joly Bourse* juill. 1999, p.392, note P. Le Cannu ; *RTD Com.* 1999, p.911, note N. Rontchevsky

CA Paris, 17 juin 1999, *Paribas et Société générale c. BNP* ; *Revue CMF* juill.-août 1999, p.45 ; *Banque et Droit* nov.-déc. 1999, p.38, obs. Th. Bonneau ; D.1999, p.12, obs. M.B ; *Bull. Joly Bourse* sept.-oct. 1999, p.484, note N. Rontchevsky ; *Rev. Soc.* 1999, p.629, note F. Bucher ; *Rev. dr. banc. bourse* juill.-août 1999, p.124, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *RTD Civ.* 2000, p.106, obs. J. Mestre et B. Fages ; *JCP E* 2000, p.316, note J.-J. Daigre

TGI Paris, 3 août 1999, *COB c/ CGU*

CA Paris, n°1999/11171, 19 oct. 1999, *Cie des gaz de pétrole Primagaz* ; *Dr. Soc.* 1999, comm. 182, note H. Hovasse ; D.2000, act. jurispr., p.87, note M. Boizard ; *Bull. Joly Soc.* mars 2000, p.293, note A. Couret ; *Bull. Joly Bourse* mars 2000, p.163, note J.-J. Daigre ; *JCP E* mars 2000, p.364, note A. Viandier

CA Paris, n°2000/04127, 15 mars 2000, *Groupe André* ; *Bull. Joly Soc.* juin 2000, p.625, note A. Couret ; *Bull. Joly Bourse* juill. 2000, p.323, note N. Rontchevsky ; *JCP E* juin 2000, p.1046, note A. Viandier

CA Paris, n°1999/22269, 30 mai 2000, *SA CDR Créances* ; *Bull. Joly Bourse* juill. 2000, p.354, obs. B. Descours ; *Rev. Soc.* 2000, p.547, note M. Robineau ; D.2000, AJ 344, obs. P. Boizard ; D.2000, p.643, note A. Couret ; *Rev. dr. banc. fin.* juill.-août 2000, p.245, obs. M.-A. Frison-Roche et M. Germain ; *JCP E* 2000, n° 41, p.1616, note A. Viandier ; *JCP E* janv. 2001, p.28, obs. J.-J. Daigre ; *RTD Com.* 2000, p.978, obs. N. Rontchevsky ; *Banque et Droit* mars-avr. 2001, p.35, obs. H. De Vauplane et J.-J. Daigre.

CA Paris, 3 mai 2001, *ADAM et autres c/ Schneider Electric SA et Legrand SA* ; *JCP E* 2001, 1046, note A. Viandier ; *Bull. Joly Soc.* juill. 2001, p.796, note D. Schmidt ; *Banque et Droit* juin 2001, p.36, note J.-J. Daigre et H. De Vauplane ; *RTD Com.* 2001, p.727, obs. Ch. Goyet et N. Rontchevsky ; *Droit Soc.* juill. 2001, comm. 119, note H. Hovasse

CA Paris, n°2001/13985, 26 févr. 2002, *Adam c/ SCA Financière Pinault-Siret* ; *Bull. Joly Bourse* sept.-oct. 2002, p.457, note Th. Garnier ; *Rev. dr. banc. fin.* mai-juin 2002, p.146, note A. Couret ; *RTD Com.* 2002, p.510, obs. N. Rontchevsky ; *Banque et Droit* mars-avr. 2002, p.28, obs. H. De Vauplane et J.-J. Daigre

CA Paris, n°2001/17786, 19 mars 2002

CA Paris, n°2002/15149, 29 nov. 2002, *Sté Epindus* ; *Bull. Joly Soc.* mai 2003, p.554, note P. Scholer

CA Paris, n°2002/19498, 4 déc. 2002, *Sté Mediareseaux* ; *Bull. Joly Soc.* avr. 2003, p.416, note P. Le Cannu.

CA Paris, n°2001/14207, 18 mars 2003 ; *Droit Soc.* juin 2003, comm. 113, note Th. Bonneau

CA Paris, n°2002/6260, 16 sept. 2003, *Adam c/ SA Legrand et SAS Fimaf* ; *JCP E* 2003, 1711, note A. Viandier ; *Dr. Soc.* févr. 2004, comm. 31, note Th. Bonneau

CA Paris, n°2003/03267, 4 nov. 2003 ; *Rev. dr. banc. fin.* mars 2004, p.98, note P. Portier ; *Bull. Joly Bourse* mai 2004, p.302, note D. Schmidt

CA Paris, n°2003/11903, 18 nov. 2003, *CNIM c/ IDI et autres* ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2004, p.231, note H. Le Nabasque ; *Rev. Soc.* 2004, p.120, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2004, p.57, note F. Bucher ; *JCP E* 2004, 1019, obs. A. Deprez-Graff ; *RJDA* 2004, p.227, chron. A. Couret

CA Paris, n°2005/04058, 13 sept. 2005, *Adam c/ Sté Hyparlo* ; *Bull. Joly Bourse* nov. 2005, p.735, note F. Bucher ; *Bull. Joly Soc.* déc. 2005, p.1380, note D. Schmidt et M. Delespaul ; *Dr. Soc.* janv. 2006, p.29, note Th. Bonneau ; *RTD Com.* 2005, p.799, obs. N. Rontchevsky ; *Rev. dr. banc. et fin.* sept.-oct. 2005, p.35, note A. Couret ; *JCP E* janv. 2006, 1121, note Cl. Ducouloux-Favard

CA Versailles, n°04/03648, 21 déc. 2006, *SA Accor Casinos c/ M. André Der Krikorian* ; *RTDF* 2007/4, p.101, chron. D. Martin, B. Kanovitch et B.-O. Becker ; *Droit Soc.* juin 2007, comm. 119, note Th. Bonneau ; *Rev. dr. banc. fin.* mai 2007, p.131, note D. Bompont ; *Bull. Joly Bourse* nov. 2007, p.759, note A. Cabannes ;

CA Paris, n°07/11675, 2 avr. 2008 ; *Banque et Droit* mai-juin 2008, p.28, obs. H. De Vauplane, J.-J. Daigre, B. De Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *Rev. Soc.* 2008, p.394, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly Soc.* mai 2008, p.411, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Bourse* mai-juin 2008, p.209, note L. Faugérolas et E. Boursican ; *Dr. Soc.* 2008, comm. 212, note Th. Bonneau ; *RTD Com.* 2008, p.377, note N. Rontchevsky ; *ibid*, p.390, note Ch. Goyet ; *JCP E* 2008, 1828, obs. Y. Paclot

CA Paris, n°07/21048, 24 juin 2008, *Banque et Droit* sept.-oct. 2008, p.36, obs. H. De Vauplane, J.-J. Daigre, B. De Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *Dr. Soc.* 2008, comm. 213, note Th. Bonneau ; *Rev. Soc.* 2008, p.644, note F. Martin Laprade ; *Bull. Joly Bourse* oct. 2008, p.389, note B. Zabala

CA Paris, n°08/07645, 18 déc. 2008 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2008, p.209, note L. Faugérolas et É. Boursican ; D.2008, p.2882, note D. Carreau et H. Letréguilly ; *RTD Com.* 2008, p.387, note B. Bouloc ; *Bull. Joly Bourse* mai 2009, p.185, note F. Martin Laprade et A. Mialon ; *Dr. Soc.* juin 2009, comm. 119, note Th. Bonneau ; *RTDF* 2010/1, p.92 et s., *spéc.* p.98, chron. D. Martin, B.-O. Becker et G. Giuliani

TC Nancy, 23 déc. 2008 ; *Rev. Soc.* 2009, p.385, note F. Martin Laprade

CA Paris, n°2009/02354, 16 juin 2009, *Léon de Bruxelles* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2009, p.370, note B. Descours ; *RTDF* 2010/1, p.107, chron. D. Martin, B.-O. Becker, G. Giuliani

CA Nancy, 17 juin 2009 ; *Rev. Soc.* 2009, p.790, note F. Martin Laprade

TGI Paris, n°09/57269, 16 sept. 2009

CA Paris, n°2009/06017, 5 janv. 2010, *Arkéa*

CA Paris, n°2009/08268, 23 févr. 2010, *Société X*

CA Paris, n°09/13348, 30 mars 2010

CA Paris, n°2010/04500, 28 oct. 2010, *Maquet SA*

CA Paris, n°2011/00690, 15 sept. 2011, *ADAM c/ SARL Émile Hermès* ; D.2011, p.2973, note A. Gaudemet ; *RTDF* 2011/4, p.105, note C. Maison-Blanche ; *ibid*, p.118, note F. Martin Laprade ; *RTDF* 2012/1, p.81, note D. Martin, B. Kanovitch et G. Giuliani ; *Bull. Joly Soc.* nov. 2011, p.882, note D. Schmidt ; *Rev. Soc.* 2011, p.692, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Bourse* déc. 2011, p.661, note S. Torck ; *JCP E* janv. 2012, 1044, note M. Pujos ; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2012, p.41, note H. Le Nabasque ; *LPA* 18 janv. 2012, p.7, note D. Bompont

CA Paris, n°2011/08526, 27 mars 2012 ; *Dr. Soc.* juill. 2012, comm. 126, not S. Torck

CA Paris, n°2011/05307, 31 mai 2012 ; *Bull. Joly Bourse* oct. 2012, p.404, note J.-J. Daigre ; *Rev. Soc.* 2012, p.586, note H. Le Nabasque ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2012, comm. 170, note A. Gaudemet ; *JCP E* août 2012, 1487, obs. P. Pailler

TC Pontoise, n°2012F00159, 11 déc. 2012, *SA NG Investments et M. Raboutet Bernard*

CA Paris, n°2012/08324, 27 juin 2013 ; *Rev. dr. banc. fin.* mars 2014, comm. 76, note D. Martin et G. Guiliani

CA Paris, n°2013/15177, 29 avr. 2014, *Club Méditerranée* ; *RTDF* 2014/4, p.49, chron. D. Martin, B. Kanovitch et M. Epelbaum

TC Paris, n°2014/029401, 23 mai 2014

CA Paris, n°2013/06665, 24 juin 2014 ; *Dr. Soc.* oct. 2014, comm. 149, note S. Torck ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2015, p.8, obs. P. Kasparian

CA Paris, n°2013/23300, 8 janv. 2015 ; *Bull. Joly Bourse* juill. 2015, p.324, note. O. Grosjean et M. Brochier ; *RTDF* 2016/1, p.54, chron. D. Martin, B. Kanovitch, et F. Haas

CA Paris, n°2015/07257, 8 sept. 2015 ; *Rev. dr. banc. fin.* janv. 2016, comm. 41, note A. Soilleux et Y. Piette

CA Paris, n°2015/07617, 10 sept. 2015 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2016, p.212, note V. Ramonéda

CA Paris, n°2014/13986, 14 janv. 2016 ; *Bull. Joly Bourse* avr. 2016, p.140, note F. Martin-Laprade

CA Paris, n°2015/12351, 31 mars 2016 ; *Bull. Joly Bourse* juin 2016, p.247, note F. Martin Laprade ; *RTDF* 2017/1, p.112, chron. D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas et M. Epelbaum

CA Paris, n°14/13548, 16 juin 2016, *Vermots Finance c/ Société financière du Vignoble*

CA Paris, n°16/17607, 12 janv. 2017 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2017, p.221, note N. Cuntz ; *Rev. dr. banc. fin.* mai 2017, comm. 135, note Y. Piette.

CA Paris n°16/20478, 14 mars 2017 ; *Rev. dr. banc. fin.* mai 2017, comm. 137, note A. Soilleux ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2017, p.341, note A. Gaudemet ; *RTDF* 2018/1, p.53, obs. D. Martin, B. Kanovitch et M. Epelbaum.

TGI Paris, 17 avr. 2019 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2019, p.42, note A. Gaudemet

CA Paris, n°19/18934, 13 mars 2020, *Bull. Joly Bourse* mars 2021, p.20, note N. Rontchevsky, J.-C. Devouge et Y. Driouic ; *RTDF* 2021/1, p.153, chron. D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas, M. Epelbaum

CA Paris, n°20/14832, 17 déc. 2020 ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2021, p.48, note D. Schmidt

TJ Paris, n°20156077, 9 oct. 2020 ; *Bull. Joly Travail* nov. 2020, p.22, note A. Teissier

TC Paris, n°2019/036759, 10 nov. 2020 ; *JCP G* 2021, 120, note S. Schiller ; *JCP E* 2021, 1087, note D. Schmidt ; *Bull. Joly Soc.* janv. 2021, p.19, note B. Fages ; *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2021, doss. 20, note H. Synvet

CA Paris, n°20/06549, 19 nov. 2020 ; *Bull. Joly Travail* déc. 2020, p.30, note J. Icard ; *JCP S* 2020, 3120, note F. Duquesne ; *Rev. dr. banc. fin.* nov. 2020, repère 6, note H. Le Nabasque

CA Paris, n°20/05013, 26 nov. 2020, *Bourrelier Groupe* ; *RTDF* 2020/4, p.3, note A. Pietrancosta ; *Bull. Joly Bourse* janv. 2021, p.39, note D. Bompoin et V. Ramonéda ; *Bull. Joly Soc.* févr. 2021, p.30, note D. Lamarche
TJ Nanterre, n°20/09953, 3 févr. 2021.

CA Versailles, n°21/00378, 15 avr. 2021

CA Paris, n°20/03915, 22 avr. 2021, *Prologue* ; *Rev. Soc.* 2021, p.450, note A. Viandier ; *Rev. Soc.* 2021, p.614, note A.-C. Muller ; *Droit Soc.* août 2021, comm. 107, note O. De Baillencourt ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2021, p.34, note N. Rontchevsky

CA Paris, n°20/08390, 24 mars 2022, n°177 ; *Dr. Soc.* mai 2022, comm. 55, note J. Granotier ; *Rev. Soc.* 2022, p.450, note P.-H. Conac

TJ Paris, n°22/52559, 30 mai 2022 ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2022, p.11, note A. Gaudemet

CA Paris, n°22/19729, 2 mai 2023, *Electricité de France*

CA Paris, n°18/28497, 30 mars 2023 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2023, p.10, note N. Rontchevsky ; *Dr. Soc.* juill. 2023, comm. 87, note J. Granotier

TC Nanterre, n° 2023J00281, 23 juill. 2023, *Orpéa*.

Commission des Sanctions de l'AMF

Com. Sanct., 11 avr. 1995, *Société H. Finance et participations* ; *COB Bull. mens.* avr. 1995, n°230, p.17 ; *Dr. Soc.* juill. 1996, p.11, note H. Hovasse ; *Bull. Joly Bourse* sept. 1995, p.365, note N. Rontchevsky

Com. Sanct., 7 oct. 2003, *Sidel* ; *Bull COB* oct. 2003, n°383, p.37

Com. Sanct., SAN-2004-04, 22 avr. 2004 *Société X, MM. A et B*

Com. Sanct., SAN 2005-07, 17 mars 2005, *Banque X*

Com. sanct., SAN-2006-24, 15 sept. 2006, *Groupe Partouche et Fortis Bank* ; *Rev. dr. banc. fin.*, janv. 2007, comm. 42, note Ph. Portier ; *Droit Soc.* févr. 2007, comm. 35, note Th. Bonneau ; *RTDF* 2007/04, p.101, note D. Martin, B. Kanovitch et B.-O. Becker

Com. Sanct., SAN-2008-17, 16 oct. 2006, *Mme. A, M. B, C et Sociétés X, Y et Z* ; *Banque et Droit* mars 2007, p.39, chron. H. De Vauplane et J.-P. Bornet

Com. Sanct., SAN-2007-02, 23 nov. 2006, *Deutsche Bank AG, Ferox Capital Management Ltd* ; *Bull. Joly Bourse* mars 2007, p.213, note Ch. Arsouze

Com. Sanct., SAN-2007-21, 25 janv. 2007, *Société X, MM. A et B*

Com. Sanct., SAN-2007-18, 24 mai 2007, *Société X et MM. A, B, C et D*

Com. Sanct., SAN-2007-19, 7 juin 2007, *Sociétés S, R, T, W, X, Y, Z* ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2007, comm. 199, note S. Torck ; *Bull. Joly Bourse* juill. 2007, p.468, note Ch. Arsouze

Com. Sanct., SAN-2007-29, 27 sept. 2007, *Société X et M. A et B*

Com. Sanct., SAN-2008-12, 28 févr. 2008, *Sociétés X, Y, Z, W et MM. A, B, C, D E, F, G et H*

Com. Sanct., SAN-2008-15, 10 avr. 2008, *M. A*

Com. Sanct., SAN 2009-16, 26 juin 2008, *MM. A et B*

Com. Sanct., SAN-2008-26, 9 oct. 2008, *MM. A et B*

Com. Sanct., SAN-2008-25, 16 oct. 2008, *Mme X*

Com. Sanct., SAN-2009-09, 20 nov. 2008, *MM. A, B, C et D*

Com. Sanct., SAN-2009-27, 23 déc. 2008, *MM. Xavier Thomas, Charles Thoma, Stefano Moccia, Giovanni Batista Di Natale, A, W, B, C, D, Antonello Filosa, Federico Pantanella, E, F, G, H.*

Com. Sanct., SAN-2009-12, 5 févr. 2009, *Société X*

Com. Sanct., SAN-2009-26, 25 juin 2009, *MM. A et B*

Com. Sanct., SAN-2006-6, 9 nov. 2006, *Jousse Morillon Investissement*

Com. Sanct., SAN-2008-04, 6 déc. 2007, *Thierry Boutin ; Rev. dr. banc. fin.* mai 2008, comm. 89, note D. Bompont ; *LPA* 16 janv. 2009, p.7, note L. Ruet

Com. Sanct., SAN-2008-21, 4 sept. 2008, *Banque d'Orsay, Eric Duhamel, Philippe Andrieu et Gwenael le Carvenec ; Bull. Joly Bourse* déc. 2008, p.510, note Ch. Arsouze

Com. Sanct., SAN-2009-05, 30 oct. 2008, *M. X, M. Y, Mme Z et Société HSBC France*

Com. Sanct., SAN-2009-08, 27 nov. 2008, *Société Boussard & Gavaudan Gestion ; Bull. Joly Bourse* mai 2009, p.211, note Ch. Arsouze

Com. Sanct., SAN-2008-06, 13 déc. 2007, *Société X et M.A ; RTDF* 2008/1, p.77, note J.-J. Daigre ; *Bull. Joly Bourse* juin 2008, p.217, note A.-D. Merville

Com. Sanct., SAN-2010-07, 17 déc. 2009, *Sociétés X et Y et M. A*

Com. Sanct., SAN-2010-08, 14 janv. 2010, *Frédéric Gaspoz*

Com. Sanct., SAN-2010-05, 18 janv. 2010, *M. Julien Quistrebert, Mme Nathalie Pelras, M. A, Mme B, Société C, M. D, M. E et Société F*

Com. Sanct., SAN-2010-10, 25 févr. 2010, *M. A et Société X ; Bull. Joly Bourse* mai 2010, p.239, note F. Martin-Laprade ; *RTD Com.* 2010, p.582, note N. Rontchevsky

Com. Sanct., SAN-2010-14, 27 mai 2010, *MM. A, B, C, D et Mme E*

Com. Sanct., SAN-2010-20, 16 sept. 2010, *Société X et M. A.*

Com. Sanct., SAN-2011-02, 13 déc. 2010, *Société X, M. A et Société Y ; Bull. Joly Bourse* avr. 2011, p.257, note Th. Bonneau ; *Banque et Droit* mars-avr. 2011, p.46, note H. De Vauplane, J.-J. Daigre, B. De Saint-Mars, J.-P. Bornet ; *Dr. Soc.* 2011, comm. 114, obs. R. Mortier ; *Rev. Soc.* 2011, p.212, note H. Le Nabasque ; *Rev. dr. banc. fin.* mars 2011, comm. 74, note S. Torck ; *D.2011*, p.885, note A. Gaudemet ; *RTDF* 2011/3, p.36, note A. Mason, G. Flandin et S. Bauquis

Com. Sanct., SAN-2011-01, 16 déc. 2010, *M.A*

AMF, Com. Sanct., SAN-2011-03, 13 janv. 2011, *M.A et Sociétés X et Y.*

Com. Sanct., SAN-2011-05, 17 mars 2011, *Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natexis, M.A et société X* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2011, p.512, note J.-J. Daigre

Com. Sanct., SAN-2011-10, 5 mai 2011, *B Capital*

Com. Sanct., SAN-2012-01, 15 sept. 2011, *M.A et Mlle B*

Com. Sanct., SAN-2011-16, 7 oct. 2011, *SGAM AI*

Com. Sanct., SAN-2011-18, 21 oct. 2011, *Société alternative Leaders France*

Com. Sanct., SAN-2012-02, 24 nov. 2011, *Allianz Global Investors France, BNP Paribas, Société Générale, M. Y et Mme X*

Com. Sanct., SAN-2012-07, 14 juin 2012, *Sociétés Exane et Boussard & Gavaudan*

Com. Sanct., SAN-2012-11, 19 juill. 2012, *M. D, Mme A, Société Z, MM. B et C et Cabinets X et Y*

Com. Sanct., SAN-2012-15, 21 sept. 2012, *M. B et Société X*

Com. Sanct., SAN-2012-21, 14 déc. 2012, *OFI Asset Management, MM. A et B*

Com. Sanct., SAN-2013-02, 28 janv. 2013, *Société Gilaspi et M. M. Eisenberg* ; *Bull. Joly Bourse* avr. 2013, p.173, note F. Martin Laprade ; *Dr. Soc.* mai 2013, comm. 86, note S. Torck.

Com. Sanct., SAN-2013-07, 13 mars 2013, *Société SG Securities SAS, M. A et Mme B*

Com. Sanct., SAN-2013-13, 17 mai 2013, *A. Talmon*

Com. Sanct., SAN-2013-15, 25 juin 2013, *LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton* ; *JCP E* sept. 2013, 1503, note P. Pailler ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2013, comm. 176, note A. Gaudemet ; *Bull. Joly Soc.* nov. 2013, p.738, note S. Torck

Com. Sanct., SAN-2013-18, 25 juill. 2013, *Sociétés Verneuil et Associés, Verneuil Participations, Foch Investissements, FD Conseils et Participations*

Com. Sanct., SAN-2013-19, 25 juill. 2013, *François Gontier et a.*

Com. Sanct., SAN-2013-23, 28 oct. 2013, *Société X*

Com. Sanct., SAN-2014-03, 25 avr. 2014, *Sociétés Elliott Advisors UK LTD et Elliott Management Corporation* ; *Rev. dr. banc. fin.* sept. 2014, comm. 185, note P. Pailler ; *Bull. Joly Bourse* oct. 2014, p.470, note G. Roch

Com. Sanct., SAN-2014-04, 30 avr. 2014, *Belvédère*

Com. Sanct., SAN-2014-06, 12 mai 2014, *Société Turgot Asset Management*

Com. Sanct., SAN-2014-16, 22 juill. 2014, *sociétés Safetic, HSBC France, X et Arkeon Finance et MM. D et E*

Com. Sanct., SAN 2014-23, 19 déc. 2014, *Financière du Vignoble et Vermots Finance*

Com. Sanct., SAN-2015-05, 10 mars 2015, *Société Héraclès*

Com. Sanct., SAN-2015-06, 17 mars 2015, *Société Bernheim Dreyfus & Co SAS, MM. A, B, D et Mme C*

Com. Sanct., SAN-2015-09, 20 mai 2015, *Sociétés Eliaxis Conseil, Fipac Consultant, Guinefolleau Finance, Syrah Capital France, MM. A, B et Mme C*

Com. Sanct., SAN-2015-11, 2 juin 2015, *Isa Finances* ; *Rev. Soc.* 2015, p.608, note A.-C. Muller.

Com. Sanct., SAN-2015-14, 9 juill. 2015, *Héris Finance et M. A*

Com. Sanct., SAN-2015-16, 6 oct. 2015, *M.A.*

Com. Sanct., SAN-2015-20, 4 déc. 2015, *Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd* ; *Bull. Joly Bourse* avr. 2016, p.143, note F. Barrière ; *ibid*, p.154, note P. Barban ; *Dr. Soc.* mai 2016, comm. 86, note R. Vabres ; *Rev. dr. banc. et fin.* 2016, comm. 45, note J. Chacornac

Com. Sanct., SAN-2016-02, 11 janv. 2016, *Sociétés X, Bryan Garnier & CO Limited, Y, Santen SAS et MM. A, B, C, Olivier Garnier De Falletans et Claude Bouchy*

Com. Sanct., SAN-2016-06, 27 avr. 2016, *Sofra*

Com. Sanct., SAN-2018-02, 11 avr. 2018, *Conseil Patrimoine Finance, MM. J. Sautjeau, S. Sautjeau et Ch. Roche*

Com. Sanct., SAN-2018-07, 25 juin 2018, *Société IG Markets Limited*

Com. Sanct., SAN-2018-08, 5 juill. 2018, *Cibox Inter@ctive*

Com. Sanct., SAN-2018-18, 14 déc. 2018, *Société Axess Finances et M. J. Sadecki*

Com. Sanct., SAN-2019-06, 20 mai 2019 *Hedios Patrimoine*

Com. Sanct., SAN-2019-10, 2 juill. 2019, *Société Invest Securities Portal Consel Exec. Finance et M.C* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2019, p.12, note I. Riassetto

Com. Sanct., SAN-2020-04, 17 avr. 2020, *Elliott Advisors UK Limited et Elliott Capital Advisors L.P* ; *Dr. Soc.* juin 2020, comm. 83, note J. Granotier ; *Rev. Soc.* 2020, p.450, note P.-H. Conac ; *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2020, comm. 91, note P. Pailler ; *Banque et Droit* sept.-oct. 2020, p.58, note J. Prorok ; *RTD Com.* 2020, p.406, note T. De Ravel d'Esclapon ; *D.*2020, p.1344, note D. Schmidt ; *RTDF* 2021/1, p.161, chron. D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas et M. Epelbaum.

Com. Sanct., SAN-2020-01, 31 déc. 2019, *Prologue, Le Quotidien de Paris Editions et M. Nicolas Miguet* ; *RTDF* 2020/1, p.129, chron. D. Martin, B. Kanovitch, F. Haas et M. Epelbaum.

Com. Sanct., SAN-2020-05, 26 juin 2020, *Cérès Finance et P. Thierry*

Com. Sanct., SAN-2020-06, 3 juill. 2020, *Société Groupe CGFI et J. Defemme*

Com. Sanct., SAN-2020-09, 24 sept. 2020, *Société de gestion des fonds d'investissement de Bretagne et F. De Kersauson*

Com. Sanct., SAN 2021-11, 17 juin 2021, *Consellior SAS* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2021, p.32, note D. Schmidt ; *Dr. Soc.* août 2021, comm. 108, note J. Granotier

Com. Sanct., SAN-2022-09, 11 juill. 2022, *AFI ESCA, AFI ESCA Holding, AFI ESCA IARD, AFI ESCA Luxembourg, Dôm Finance et M. Christian Burrus* ; *Dr. Soc.* oct. 2022, comm. 109, note O. De Baillencourt ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2022, p.39, note D. Schmidt

Collège de l'AMF, du CMF et du CBV.

CBV, déc. n°93-595, 1^{er} mars 1993, *OCP*

CMF, déc. 198C0160, 12 févr. 1998, *Sofco*

CMF, déc. n°198C0888, 24 sept. 1998, *Arbel Groupe Valfond*

CMF, déc. n°198C0347, 9 avr. 1998, *Publicis*

CMF, déc. n°199C0303, 16 mars 1999, *Paribas*

CMF, déc. n°199C0304, 16 mars 1999, *Société Générale*

CMF, déc. n°199C0361, 1^{er} avr. 1999, *Strafor Facom*

CMF, déc. n°199C0364, 1^{er} avr. 1999, *Parc Astérix Musée Grévin*

CMF, déc. n°199C0426, 16 avr. 1999, *Brice*

COB, *Communiqué de presse, publication de la lettre de la COB adressée à la société Promodès*, 15 oct. 1997

COB, déc. 4 mai 1999 ; *JCP E* 1999, p.1261, note J.-J. Daigre ; *RTD Com.* 1999, p.708, note Ch. Goyet

CMF, déc. n°199C0577, 18 mai 1999, *Eramet*

CMF, déc. n°199C1015, 29 juill. 1999, *Guyanor Ressources*

CMF, déc. n°199C1320, 16 sept. 1999, *Elf Aquitaine Total Fina*

CMF, déc. n°199C1927, 8 déc. 1999, *Sodifrance*

CMF, déc. n°200C0181, 3 févr. 2000, *Aerospatiale Matra*

CMF, déc. n°200C0220, 10 févr. 2000, *Expand*

CMF, déc. n°200C1187, 27 juill. 2000, *Immeubles de France*

CMF, déc. n°200C1472, 26 sept. 2000, *Self Trade*

CMF, déc. n°200C1478, 27 sept. 2000, *Jet Multimédia*

CMF, déc. n°201C0156, 8 févr. 2001, *Liberty Surf*

CMF, déc. n°201C0286, 16 mai 2001, *AB Soft*

CMF, déc. n°201C0689, 13 juin 2001, *Christian Dalloz SA*

CMF, déc. n°201C0701, 14 juin 2001, *Legrand*

CMF, déc. n°201C0849, 12 juill. 2001, *Isis*

CMF, déc. n° 201C1294, 25 oct. 2001, *Com 6*

CMF, déc. n°201C1455, 12 déc. 2001, *Gécina*

CMF, déc. n°202C0076, 15 janv. 2002, *Highwave Optical Technologies*

CMF, déc. n°202C0388, 5 avr. 2002, *La Rochette*

COB, déc. n°02-1023, 16 sept. 2002, *Gecina Simco*

CMF, déc. n°203C0039, 9 janv. 2003, *Mr & Associés*

CMF, déc. n°203C0195, 10 févr. 2003, *Consodata*

CMF, déc n°203C0442, 26 mars 2003, *Fifmaf*

CMF, déc. n°203C0607, 23 avr. 2003, *Lectra*

CMF, déc. n°203C0790, 23 mai 2003, *Coflexip*

CMF, déc. n°203C0811, 27 mai 2003, *Bail Investissement*

CMF, déc. n°203C0826, 2 juin 2003, *CGBI*

CMF, déc. n°203C1118, 24 juill. 2003, *AES Laboratoire Groupe*

CMF, déc. n°203C1508, 25 sept. 2003, *Groupe Gascogne*

CMF, déc. n°203C1528, 29 sept. 2003, *Péchiney*

AMF, déc. n°204C0544, 23 avr. 2004, *Aventis*

AMF, déc. n°204C0936, 22 juill. 2004, *Grande Paroisse* ; *RTD Com.* 2005, p.140, note N. Rontchevsky

AMF, déc. n°204C1305, 2 nov. 2004, *Prosodié*

AMF, déc. n°204C1530, 15 déc. 2004, *AD Capital*

AMF, déc. n°205C0142, 27 janv. 2005, *Marionnaud Parfumeries*

AMF, déc. n°205C0380, 9 mars 2005, *Club Méditerranée*

AMF, déc. n°205C0471, 23 mars 2005, *Gecina*

AMF, *Communiqué*, 25 juill. 2005, *Danone*

AMF, *Communiqué*, 21 déc. 2005, *Euronext NV*.

AMF, déc. n°206C0074, 12 janv. 2006, *Clayeux*

AMF, déc. n°206C1423, 13 juill. 2006, *Natexis Banques populaires*

AMF, déc. n°207C0061, 9 janv. 2007, *Locindus*

AMF, déc. n°207C0334, 20 févr. 2007, *Sasa Industrie*

AMF, déc. n°207C0440, 7 mars 2007, *Billon*

AMF, déc. n°207C0548, 23 mars 2007, *Lectra*

AMF, déc. n°207C0622, 4 avr. 2007, *Eurotunnel*

AMF, déc. n°207C1201, 26 juin 2007, *Bricorama*

AMF, déc. n°207C1202, 26 juin 2007, *Eiffage* ; *Rev. dr. banc. fin* sept. 2007, comm. 203, obs. J.-F. Biard

AMF, déc. n°207C2010, 4 sept. 2007, *Compagnie Internationale André Trigano*

AMF, déc. n°207C2252, 8 oct. 2007, *Paris Orléans*

AMF, déc. n°207C2792, 13 déc. 2007, *Gecina* ; *Rev. dr. banc. fin.* mars 2008, comm. 61, note J.-F. Biard

AMF, déc. n°208C0177, 25 janv. 2008, *Delfingen Industry*

AMF, déc. n°208C0523, 19 mars 2008, *Tonna Electronique*

AMF, déc. n°208C0549, 25 mars 2008, *Télécom réseau service*

AMF, déc. n°208C0712, 16 avr. 2008, *Vicat*

AMF, déc. n°208C0741, 21 avr. 2008, *Eiffage*

AMF, déc. n°208C1095, 5 juin 2008, *Leon de Bruxelles*

AMF, déc. n°208C1788, 1^{er} oct. 2008, *IBPM*

AMF, déc. n°208C2039, 13 nov. 2008, *Cross Systems Compagnie*

AMF, déc. 208C2115, 27 nov. 2008, *Thalès*

AMF, déc. n°208C2236, 12 déc. 2008, *César*

AMF, déc. n°209C0099, 20 janv. 2009, *Distriborg*

AMF, déc. n°209C0444, 24 mars 2009, *Léon de Bruxelles*

AMF, déc. n°209C0559, 22 avr. 2009, *Gecimed*

AMF, déc. n°209C0678, 15 mai 2009, *Ciments français*

AMF, déc. n°209C1507, 15 déc. 2009, *Proxitec*

AMF, déc. n°210C0240, 12 mars 2010, *Mecelec*

AMF, *Communiqué sur la société Bélvédère et son président*, 17 mars 2010 ; *Bull. Joly Bourse* mai 2010, p.237, note C. Arsouze

AMF, déc. n°210C0455, 27 mai 2010, *IMS Jacquet Meta*

AMF, déc. n°210C0556, 22 juin 2010, *Sperian Protection*

AMF, déc. n°210C0774, 10 août 2010, *Sperian Protection*

AMF, déc. n°2010C1123, 2 nov. 2010, *Prodef*

AMF, déc. n°210C1225, 30 nov. 2010, *Seloger.com*

AMF, déc. n°211C1904, 19 oct. 2011, *Medasys*

AMF, déc. n°211C2228, 13 déc. 2011, *Foncière Paris France*

AMF, déc. n°212C0269, 15 févr. 2012, *MB Retail Europe*

AMF, déc. n°212C0435, 23 mars 2012, *Havas*

AMF, déc. n°212C0448, 30 mars 2012, *Linedata Services*

AMF, déc. n°212C0533, 24 avr. 2012, *Icade Silic*

AMF, déc. n°212C1363, 16 oct. 2012, *CFAO*

AMF, déc. n°212C1433, 30 oct. 2012, *ANF Immobilier*

AMF, déc. n°213C0050, 11 janv. 2013, *Capelli*

AMF, déc. n°213C0061, 16 janv. 2013, *Accor*

AMF, déc. n°213C0064, 17 janv. 2013, *Orchestra Prémaman*

AMF, déc. n°213C0223, 19 févr. 2013, *Klémurs SCA*

AMF, déc. n°213C0323, 7 mars 2013, *Belvédère*

AMF, déc. n°213C0892, 10 juill. 2013, *Groupe Monceau Fleurs*

AMF, déc. n°213C0944, 16 juill. 2013, *Club Méditerranée*

AMF, déc. n°213C1052, 23 juill. 2013, *Theolia*

AMF, déc. n°213C1185, 6 août 2013, *Club Méditerranée*

AMF, déc. n°213C1735, 13 nov. 2013, *Caméléon Software*

AMF, déc. n°213C1832, 28 nov. 2013, *Financière Marjos*

AMF, déc. n°213C1914, 10 déc. 2013, *Lafuma SA*

AMF, déc. n°213C1991, 20 déc. 2013, *Tessi*

AMF, déc. n°213C1994, 20 déc. 2013, *Ausy*

AMF, déc. n°214C0124, 21 janv. 2014, *ID Logistics Group*

AMF, déc. n°214C0210, 7 févr. 2014, *Geci International*

AMF, déc. n°214C0577, 16 avr. 2014, *Orolia*

AMF, déc. n°214C0830, 20 mai 2014, *Direct Energie*

AMF, déc. n°214C0875, 23 mai 2014, *Club Méditerranée*

AMF, déc. n°214C0916, 27 mai 2014, *Club Méditerranée*

AMF, déc. n°214C0984, 4 juin 2014, *Tour Eiffel*

AMF, déc. n°214C1175, 25 juin 2014, *Bull*

AMF, déc. n°214C1180, 25 juin 2014, *Tour Eiffel*

AMF, déc. n°214C1238, 30 juin 2014, *Club Méditerranée*

AMF, déc. n°214C1690, 13 août 2014, *Club Méditerranée*

AMF, déc. n°214C2046, 2 oct. 2014, *Theolia*

AMF, déc. n°215C0380, 31 mars 2015, *Euro Disney SCA*

AMF, déc. n°215C0390, 2 avr. 2015, *O2i*

AMF, déc. n°215C0718, 29 mai 2015, *Lafarge*

AMF, déc. n°215C0798, 11 juin 2015, *Stallergenes*

AMF, déc. n°215C0894, 24 juin 2015, *Latecoère*

AMF, déc. n°215C1035, 15 juill. 2015, *Zublin Immobilière Finance*

AMF, déc. n°215C1820, 26 nov. 2015, *Medasys*

AMF, déc. n°215C1939, 8 déc. 2015, *Montupet SA*

AMF, déc. n°216C0550, 24 févr. 2016, *Geci International*

AMF, déc. n°216C0689, 17 mars 2016, *Freelance.com*

AMF, déc. n°216C0979, 27 avr. 2016, *Foncière de Paris SIIC*

AMF, déc. n°216C2262, 5 oct. 2016, *SFR Groupe*

AMF, déc. n°216C2801, 14 déc. 2016, *Spir Communication*

AMF, déc. n°216C2923, 23 déc. 2016, *Solocal Group*

AMF, déc. n°217C0947, 10 mai 2017, *Euro Disney SCA*

AMF, déc. n°217C1044, 24 mai 2017, *Groupe Flo*

AMF, déc. n°217C1768, 28 juill. 2017, *Areva*

AMF, déc. n°218C0201, 23 janv. 2018, *SRP Groupe* ; *RTD Com.* 2018, p.420, note N. Rontchevsky ; *Dr. Soc.* mai 2018, comm. 89, note R. Vabres ; *Bull. Joly Soc.* mars 2018, p.110, note A. Gaudemet

AMF, déc. n°218C0947, 29 mai 2018, *Vergnet SA*

AMF, déc. n°218C1260, 10 juill. 2018, *Altamir*

AMF, déc. n°219C0222, 6 févr. 2019, *Marie Brizard Wine and Spirits*

AMF, déc. n°219C0492, 20 mars 2019, *Genomic Vision*

AMF, déc. n°219C0881, 29 mai 2019, *Alpha Mos*

AMF, déc. n°219C1942, 14 oct. 2019, *Altran Technologies*

AMF, déc. n°220C1528, 14 mai 2020, *CNIM Group*

AMF, déc. n°220C2116, 24 juin 2020, *Orapie*

AMF, déc. n°220C3966, 29 sept. 2020, *Médicréa International*

AMF, déc. n°220C2751, 29 juill. 2020, *Solocal Group*

AMF, déc. n°220C4300, 13 oct. 2020, *Devoteam*

AMF, déc. n°220C4438, 19 oct. 2020, *Envea*

AMF, déc. n°220C5118, 24 nov. 2020, *Envea*

AMF, déc. n°220C5330, 8 déc. 2020, *Mint*

AMF, déc. n°220C5463, 17 déc. 2020, *Envea*

AMF, déc. n°221C0465, 2 mars 2021, *Microwave Vision*

AMF, déc. n°221C0672, 30 mars 2021, *Eos Imaging*

AMF, déc. n°221C0695, 1^{er} avr. 2021, *Vallourec*

AMF, déc. n°221C1343, 9 juin 2021, *Tikehau Capital*

AMF, déc. n°221C1825, 20 juill. 2021, *Suez*

AMF, *Communiqué de presse*, 2 avr. 2021

AMF, déc. n°221C2347, 9 sept. 2021, *Pierre et Vacances*

AMF, déc. 221C2871, 26 oct. 2021, *Filae*

AMF, déc. n°221C3238, 23 nov. 2021, *Europcar Mobility Group*

AMF, déc. n°222C0717, 29 mars 2022, *IGE + XAO*

AMF, déc. n°222C0844, 13 avr. 2022, *Société Marseillaise du tunnel Prado-Carenage*

AMF, déc. n°222C2201, 13 sept. 2022, *Nextstage*

AMF, déc. n°222C2537, 22 nov. 2022, *Électricité de France*

AMF, déc. n°223C0792, 26 mai 2023, *Orpéa* ; *Dr. Soc.* août-sept. 2023, comm. 103, note O. De Baillencourt.

AMF, déc. 223C1125, 18 juill. 2023, *Olympe Lyonnais Groupe*

CSOP et SBF

CSOP, *Communiqué*, 10 juin 1988 ; *Bull. mens. COB* juin 1988, n°215, p.10

SBF, avis n°91-3517, 22 nov. 1991, *Banque Courtois*

SBF, avis n°91-3594, 29 nov. 1991, *Eaux Minérales de Vittel*

INDEX ALPHABÉTIQUE

Les chiffres renvoient aux numéros de paragraphe.

-A-

Abus :

De marché : 499 et s., 652, 659, 661

De droit : 599

Actionnaire :

Minoritaire : 166 et s.

En puissance : 169, 513 et s.

Action de concert :

Concert de contrôle et concert de gestion : 420 et s.,

Non lieu au dépôt d'une offre : 434 et s.

Notion : 114

Surveillance des concerts dans le temps : 362 et s.

Amende : 918 et s.

Apport : v. *engagement d'apport*

Attractivité des marchés : 208, 266, 317, 319, 322

Avantage déterminant : 540, 551 et s., 555 et s., 562 et s., 705, 706

-B-

Bénéficiaire économique : 352

Break up fees :

Notion : 547

Souscrites par la société visée : 563 et s., 838

Souscrites par les destinataires de l'offre : 568 et s.

Bonne foi : 25, 26, 400, 401, 404, 579, 592, 598

Bons :

De souscription d'action : 487, 488, 480, 514, 517, 538, 622, 733

Plavix : 536 et s.

-C-

Concert : v. *action*

Contrat

Nullité : 908 et s.

Suspension : 911

Contrat d'investissement : 207

Contrepartie :

Égalité devant la contrepartie : 471 et s., 476 et s., 486 et s., 514, 521

Informations sur la contrepartie proposée : 243, 733

Offre publique obligatoire : 287

Offre publique volontaire : 288, 295

Offre publique d'échange : 289

Offre publique de retrait ou de fermeture : 292, 405

Offre publique de retrait obligatoire : 293, 327

Prix plancher : 179, 287, 292, 315, 327, 473 et s., 732

Relèvement automatique du prix : 291

Contrôle :

Changement de contrôle : 170, 206, 225 et s., 231 et s., 266 et s., 362 et s., 391, 392, 393, 396, 406, 407, 408, 410, 413, 437
De l'objet de l'acte : 807 et s., 820 et s.
De l'effet de l'acte : 813 et s., 820 et s., 878
Exercice du contrôle : 171, 270 et s.
 v. *seuils*

Coût d'agence : 65**-D-**

Data rooms : 505, 573 et s.

Déclaration :

De franchissement de seuils (v. *seuils*)
D'intention : 113, 232, 244, 247, 254, 258, 336, 353, 779

Défense anti-offre :

Absolue : 533, 707
Administrative : 369, 370, 371
Hostilité de l'autorité de marché : 529, 530, 531, 532, 540
Intuitu personae : 535 et s.
Et protection des minoritaires : 69, 298
Et principe de libre jeu : 527 et s.
Et principe de loyauté : 622
Et intérêt social : 692, 694, 695, 697, 704, 707, 708

Directive OPA :

Contrariété du droit français : 401, 402, 403, 404, 405, 408, 409, 410, 411, 412, 413, 414, 415, 416, 423, 424, 425
Élaboration : 79
Motivation : 65
Principes : 26, 447
Ratio legis : 185

Doctrine :

De l'AMF : 863 et s.
De l'entreprise : 676, 677, 678, 692

-E-

Égalité dans la compétition : 544 et s., 551, 575

Égalité entre actionnaires :

Absolue : 486 et s.
Bénéficiaires de l' : 513 et s.
Dans l'accès à l'information : 497 et s.
Devant la contrepartie : 469 et s.
Égalité et protection : 149 et s.
Égalité et conséquences irréversibles : 493 et s.
Égalité et juste prix : 491, 492
En droit des sociétés : 453 et s.
Externe : 511
Formelle : 504
Relative : 457 et s., 476, 505, 512
Renonciation à l' : 512, 826
Ruptures de l' : 520, 521, 522

Efficiencia : 66, 83, 91, 107, 498

Engagement auprès de l'AMF : 898 et s.

Engagement d'apport à l'offre : 546, 555 et s., 568 et s.

Équité : 25, 89, 159 et s., 835

Equity swap : 348, 349, 350, 351, 353

Établissements présentateurs : 181, 280

Expertise indépendante :

Désignation : 313
Mission : 294, 295
Rapport : 111, 161, 243, 294
Rémunération : 314
Sphère d'intervention : 311, 734

-F-

Fraude : 349, 350, 599, 636, 637, 638

-I-

Inflation : 840 et s.

Injonction :

Astreinte : 916

Pouvoir d' : 909 et s.

Initié :

Auto-initié : 668

Délit d' : 499, 501, 509, 505, 652, 661

Instruction : 865

Intérêt social :

Appréciation de l' : 697 et s.

Et libre jeu des offres : 704 et s.

Fonction de l' : 680, 694, 695

Notion : 671, 672, 675 et s., 688 et s.

Interprétation :

Téléologique : 331, 334 et s., 337 et s.

Dénaturante : 343 et s.

-L-

Libre jeu des offres et des surenchères : 525 et s.

Loyauté dans les transactions et la compétition : 592 et s.

-M-

Marché :

Intégrité du : 648 et s.

interventions sur le : 842

Méthode :

Critère de simplicité : 30

Critère de réalité : 31

Critère de généralité : 32

De recherche : 28, 29

Motivation des décisions :

Fonction : 850

Intelligibilité : 854 et s.

Qualité : 853

-N-

Non-conformité : 894 et s.

Norme :

Effet direct de la : 126

Effectivité de la : 831

Juridique : 40

Note d'information : 111, 243, 244, 248, 252, 288, 503, 504, 505

Note en réponse : 111, 243, 244, 246, 248, 252, 503

Nullité : v. contrat

-O-

Objectif :

Et principe : 137

Opportunité en droit : 141, 142

De transparence : 136, 138, 139, 140, 143

De protection : 204 et s., 210 et s.

Offre publique :

Définition : 60

Typologie : 61

Intérêt économique : 62 et s.

Cadre juridique : 75 et s.

Assiette : 180, 283, 284

Irrévocable : 181, 279 et s., 323, 578, 736 et s.

Inconditionnel : 279, 323, 738

Objet de l' : 239, 240, 241

Teneur de l' : 242 et s.

Réussite de l' : 245 et s., 299, 531, 533

Durée de l' : 282

Bon déroulement de l' : 537

Offre publique de retrait :

Aménagements : 724 et s.
Faits générateurs : 271, 272, 273, 306, 307, 308, 398 et s.
Protection des minoritaires : 171, 183, 270, 338, 341, 355

Offre publique de retrait obligatoire :

Et égalité : 496
Et loyauté : 629
Protection des minoritaires : 274
v. *contrepartie*

Offre publique obligatoire :

Aménagements : 268, 324, 406 et s., 434 et s., 714 et s.
Faits générateurs : 267, 302, 303, 304, 305, 326, 386 et s., 394 et s., 580 et s.
Protection des minoritaires : 170, 184
Substitution de débiteur : 735, 880 et s.,
v. *contrepartie*

Offre publique volontaire :

Protection des minoritaires : 178, 269, 339, 340,
v. *contrepartie*

Ordre de présentation :

Restriction : 298
Révocation : 297

Ordre public :

De direction : 827, 828
De protection : 827, 828
Economique : 804
Notion : 794
v. *principe général*

-P-**Pacte d'actionnaire** : 112, 335**Période :**

D'offre : 108, 760, 761
De pré-offre : 110, 765
Suspecte : 763 et s.

Principe :

Notion : 18 et s., 35, 36 et s.
Utilités : 7 et s.
Risques : 11 et s.

Principe directeur des offres :

Concrétisation : 132 et s., 201 et s.
Défaut d'effet direct : 127 et s., 194 et s.
Fonction de construction : 330 et s.
Fonction de présentation : 219 et s.
Identité : 89 et s.
Notion : 46 et s.

Principe général des offres :

Autorité juridique : 786 et s.
Caractère d'ordre public : 795 et s.
Champ d'application : 747 et s.
Effectivité partielle : 833 et s.
Identité : 450 et s.
Modalités de contrôle : 807 et s.
Notion : 51 et s.
Renonciation : 824 et s.
Sanction : 870 et s.

Prix : v. *contrepartie***Protection des minoritaires** : 146 et s.**Publicité** : 98

v. *pacte d'actionnaire*

-R-**Rapport de gestion** : 112, 246, 255, 368 et s.**Recommandation** : 866**Recours :**

En excès de pouvoir : 143, 211
En manquement : 212, 398 et s., 406 et s., 423 et s.

Représentants du personnel : 244, 426 et s.**Rumeur :**

Dispositif anti : 110, 233, 589

-S-

Sanction :

Cessation : 876 et s.

Corrective : 907

Efficace : 886

Notion : 871

Proportionnée : 885

Préventive : 892 et s.

Répressive : 918 et s.

v. *amende*

v. *injonction*

v. *non-conformité*

v. *nullité*

Sauvetage des entreprises : 711 et s.

Sécurité juridique : 837 et s.

Seuil :

De caducité : 290, 628

De contrôle : 267, 320, 321, 386 et s.

De renonciation à l'offre : 438 et s., 739

Franchissements de : 108, 113, 117, 127, 228, 232, 247, 253, 258, 261, 347, 348, 349, 350, 351, 352, 353, 372 et s.

Flottant : 391, 392, 393

Specialia generalibus derogant : 431, 708

Standard : 602, 681, 682

Synergies : 64, 65, 68

-T-

Transparence : 91 et s.

TABLE DES MATIÈRES

<i>Introduction</i>	<i>1</i>
Section 1. L'objet de l'étude : les principes	2
§1. L'opportunité des principes	2
I. L'utilité des principes	2
II. Les risques attachés aux principes	5
§2. L'identité des principes	7
I. La nécessaire mise en ordre des principes.....	8
A. Les causes du désordre.....	8
B. La méthode de mise en ordre	15
C. La summa divisio des principes directeurs et des principes généraux.....	17
II. Les critères d'identification des principes.....	20
A. Les attributs partagés	20
1. Des principes juridiques	21
2. Des principes spécifiques aux offres publiques.....	24
B. Les attributs propres	25
1. Les critères distinctifs des principes directeurs	25
2. Les critères distinctifs des principes généraux	29
Conclusion de Section	32
Section 2. Le domaine de l'étude : les offres publiques	33
§1. Les opérations d'offres publiques.....	33
I. Une technique financière.....	33
II. Une technique controversée	36
A. Les controverses théoriques	37
B. Les controverses empiriques	40
§2. La réglementation des offres publiques.....	42
I. La construction du cadre juridique des offres.....	42
II. L'originalité du cadre juridique des offres	47
Conclusion de Section	52
 <i>Partie 1 Les principes directeurs des offres publiques</i>	 <i>55</i>
Titre 1 L'identification des principes directeurs	57
Chapitre 1. le principe directeur de transparence	59
Section Préliminaire. Éléments de définitions	59
§1. La définition négative de la transparence	60
I. La transparence et l'information	60

II. La transparence et la publicité	61
III. La transparence et la protection.....	61
§2. La définition positive de la transparence.....	63
Conclusion de Section	64
Section 1. Le rayonnement de l'exigence de transparence	65
§1. L'ubiquité de l'exigence de transparence.....	65
I. La transparence dans la réglementation des offres.....	65
II. La transparence dans le contentieux des offres.....	73
§2. La longévité de l'exigence de transparence	76
Conclusion de Section	78
Section 2. Le caractère juridique de l'exigence de transparence	78
§1. L'invocabilité de l'exigence de transparence	78
I. Le défaut d'effet direct de l'exigence	78
II. La nécessaire concrétisation de l'exigence	83
§2. La juridicité de l'exigence de transparence.....	86
I. Un principe-objectif.....	86
II. Un principe juridique.....	90
Conclusion de Section	93
Conclusion de Chapitre	94
Chapitre 2. Le principe directeur de protection des minoritaires.....	95
Section Préliminaire. Éléments de définition	95
§1. La définition négative de la protection.....	96
I. La protection et l'égalité entre actionnaires	96
II. La protection et l'équité.....	104
§2. La définition positive de la protection.....	109
I. Le sujet de la protection	110
II. L'objet de la protection.....	112
Conclusion de Section	113
Section 1. Le rayonnement de l'exigence de protection	113
§1. L'ubiquité de l'exigence de protection.....	114
I. La protection dans la réglementation des offres.....	114
II. La protection dans le contentieux des offres.....	117
§2. La longévité de l'exigence de protection	119
Conclusion de Section	121
Section 2. Le caractère juridique de l'exigence de protection.....	121
§1. L'invocabilité de l'exigence de protection	121
I. Le défaut d'effet direct de l'exigence	122
II. La nécessaire concrétisation de l'exigence	127
§2. La juridicité de l'exigence de protection.....	129

I. Un principe-objectif	129
II. Un principe juridique	135
Conclusion de Section	136
Conclusion de Chapitre	137
Conclusion Titre 1	138
Titre 2 Les fonctions des principes directeurs	139
Chapitre 1. La fonction de présentation du droit	141
Section 1. La portée didactique du principe de transparence	142
§1. La présentation statique de la réglementation des offres	143
I. La transparence, outil d'anticipation des changements de contrôle	143
A. Les modes objectifs d'anticipation.....	144
B. Les modes subjectifs d'anticipation	148
II. La transparence, support des décisions prises en réaction à une offre	150
A. Le contenu de l'offre.....	151
B. Les chances de succès de l'offre	156
§.2 La présentation dynamique de la réglementation des offres.....	160
I. L'augmentation de la quantité d'informations délivrées	160
II. L'amélioration de la qualité de l'information délivrée.....	165
Conclusion de Section.	168
Section 2. La fonction didactique du principe de protection	169
§1. La présentation statique de la réglementation des offres	169
I. La protection, fait générateur des offres	169
A. La protection à l'égard des changements de contrôle	170
B. La protection à l'égard de certaines conséquences du contrôle.....	173
II. La protection, fondement des règles encadrant le déroulement de l'offre	177
A. Les caractéristiques de l'offre	178
1. Le caractère irrévocable de l'offre	178
2. Le caractère universel des offres	182
B. La contrepartie proposée	184
1. L'établissement du prix ou de la parité d'échange	184
2. Le recours à l'expertise indépendante	190
C. Les réponses à l'offre	192
§ 2. La présentation dynamique de la réglementation des offres.....	196
I. L'accroissement des mesures de protection	196
A. La multiplication des faits générateurs des offres obligatoires	196
B. L'augmentation de la protection offerte dans le déroulement des offres.....	201
II. L'ajustement des mesures de protection	207
A. Une protection standardisée	207

B. Une protection proportionnée	211
Conclusion de Section	218
Conclusion de Chapitre	219
Chapitre 2. La fonction de construction du droit	221
Section 1. La fonction interprétative des principes directeurs	221
§1. Les principes directeurs, ressources pour l'interprétation des règles	222
I. L'interprétation à l'aune du principe de transparence	222
II. L'interprétation à l'aune du principe de protection	224
§2. Les principes directeurs, porteurs d'un risque de dénaturation des règles	227
I. La dénaturation de la loi par la transparence.....	228
II. La dénaturation de la loi par la protection	237
Conclusion de Section.	239
Section 2. La fonction prospective des principes directeurs	239
§1. Les insuffisances du cadre juridique	240
I. Le manque de transparence.....	241
A. L'amélioration de la surveillance des concerts dans le temps	241
B. L'augmentation des informations à délivrer au public avant l'offre	244
1. L'information à délivrer dans le cadre du rapport de gestion	244
2. L'information à délivrer dans le cadre des franchissements de seuils	247
a. La prise en compte de l'évolution des participations soumises à déclaration	248
b. L'ajustement des personnes tenues à déclaration.....	251
II. Le manque de protection	253
A. L'évolution des faits générateurs des offres publiques	253
1. Les faits générateurs des offres obligatoires d'achat et d'échange	254
a. L'adjonction d'un seuil flottant au seuil de 30 % du capital ou des droits de vote.....	254
b. La suppression de la tolérance liée à la vitesse d'acquisition	260
2. Les faits générateurs des offres de retrait.....	262
a. La contrariété du dispositif national au droit de l'Union.....	263
b. Les propositions de réforme.....	265
B. L'évolution des dérogations à l'obligation de dépôt d'une offre	268
1. La suppression de l'article 234-9 1° du RG AMF	270
2. La modification de l'article 234-9 3° et 4° du RG AMF	272
§2. Les excès du cadre juridique	275
I. Les excès de transparence	275
A. La définition du concert dans le contexte d'une offre	276
B. L'information des salariés avant le lancement d'une offre	282
II. Les excès de protection.....	287
A. L'élargissement des hypothèses de non-lieu au dépôt d'une offre	287
B. L'assouplissement du régime du seuil de renonciation à l'offre	291

Conclusion de Section	293
Conclusion de Chapitre	295
Conclusion Titre 2	297
Conclusion Partie 1.	298
Partie 2 Les principes généraux des offres	299
Titre 1 L'identification des principes généraux des offres	301
Sous-titre 1 Les principes généraux retenus	303
Chapitre 1. Le principe d'égalité de traitement	305
Section 1 : Le principe d'égalité en droit des sociétés	306
§1. Le mythe d'une égalité absolue	306
§2. La réalité d'une égalité relative	311
I. Une égalité catégorielle	311
II. Une égalité commutative	314
Conclusion de Section	316
Section 2 : Le principe d'égalité en droit des offres	317
§1. Les expressions particulières du principe d'égalité	318
I. L'égalité devant la contrepartie	318
A. L'égalité devant la contrepartie dans les offres d'achat, d'échange ou de retrait.....	318
1. À situation semblable, traitement égal	318
2. À situation dissemblable, traitement distinct.....	322
3. L'éventuelle consécration d'une égalité absolue devant la prime ou la décote	327
B. L'égalité devant la contrepartie dans l'offre de retrait obligatoire	330
1. La confusion initiale entre égalité et juste prix	330
2. La dimension particulière de l'égalité dans l'offre de retrait obligatoire	332
II. L'égalité dans l'accès à l'information	334
A. La confusion entre transparence et égalité d'accès à l'information	334
B. L'égalité d'accès à l'information en période d'offre.....	336
§2. Les caractéristiques générales du principe d'égalité.....	342
I. Une égalité externe et relative	343
II. Une égalité entre actionnaires en puissance	345
III. Une égalité d'ordre public	348
Conclusion de Section	352
Conclusion de Chapitre	353
Chapitre 2. Le principe de libre jeu des offres et des surenchères	355
Section 1. Le libre jeu et les moyens de défense	356
§1. Le principe de libre jeu et les défenses universelles	356
§2. Le principe de libre jeu et les défenses individuelles	361

Conclusion de Section	367
Section 2. Le libre jeu et la mise en concurrence	368
§1. Le principe de libre jeu et la faculté d'avantager un initiateur	368
I. La faculté de conférer un avantage particulier	368
II. L'interdiction des avantages déterminant par avance le succès d'une offre	370
A. L'interdiction théorique des avantages matériels déterminants	371
1. L'interdiction des montages contractuels déterminant par avance le succès de l'offre	371
2. L'interdiction des engagements d'apport déterminant par avance le succès de l'offre	375
3. L'interdiction des <i>break up fees</i> déterminant par avance le succès d'une offre.....	380
a. Les <i>break up fees</i> souscrites par la société visée par l'offre.....	381
b. Les <i>break up fees</i> souscrites par les actionnaires de la société visée	384
B. L'interdiction théorique des avantages informationnels déterminants.....	388
§2. Le principe de libre jeu et l'obligation de déposer une offre concurrente.....	392
Conclusion de Section	397
Conclusion de Chapitre	399
Chapitre 3. La loyauté dans les transactions et la compétition	401
Section 1. La loyauté en droit des offres : un principe consacré	403
§1. La définition de la loyauté en droit économique	403
I. La délimitation négative de la loyauté	403
II. La délimitation positive de la loyauté.....	406
§2. Les implications du principe de loyauté en droit des offres	409
I. La loyauté dans la compétition	409
II. La loyauté dans les transactions	413
A. La loyauté dans les transactions et l'initiateur d'une offre	413
B. La loyauté des transactions et les titulaires de titres visés par l'offre	417
C. La loyauté des transactions et la société visée par l'offre	419
Conclusion de Section	420
Section 2. La loyauté en droit des offres : un principe délaissé	420
§1. Un principe rarement mobilisé.....	420
I. L'effectivité limitée du principe de loyauté	421
II. La subsidiarité du principe de loyauté	425
§2. Un principe remplacé	428
Conclusion de Section	431
Conclusion de Chapitre	433
Conclusion Sous-titre 1	434

Sous-titre 2 Les principes exclus.....	437
Chapitre 1. L'intégrité du marché : principe général du droit financier.....	439
Section 1. L'intégrité du marché et le droit financier	439
§1. Un impératif majeur du droit financier.....	439
§2. Un principe général du droit financier.....	443
Conclusion de Section	445
Section 2. L'intégrité du marché et le droit des offres	445
§.1 Le respect du principe en période d'offre.....	445
§2. Le défaut d'originalité du principe en période d'offre.....	447
Conclusion de Section	452
Conclusion de Chapitre.....	453
Chapitre 2. Le respect de l'intérêt social : principe général du droit des sociétés	455
Section 1. L'intérêt social et le droit des sociétés	457
§1. La teneur de l'intérêt social	457
§2. La qualité de principe général du droit des sociétés de l'intérêt social.....	462
Conclusion de Section	465
Section 2. L'intérêt social et le droit des offres	466
§1. Le défaut d'originalité du principe en période d'offre.....	466
I. la teneur de l'intérêt social en période d'offre.....	467
II. Les fonctions de l'intérêt social en période d'offre.....	472
§2. L'articulation du principe avec la réglementation des offres.....	475
I. Le contrôle de l'intérêt social en période d'offre	475
II. Les conflits entre l'intérêt social et le principe de libre jeu des offres	479
Conclusion de Section	484
Conclusion de Chapitre.....	485
Chapitre 3. Le sauvetage de la société : principe embryonnaire des offres	487
Section 1. Le sauvetage de la société et l'obligation de déposer une offre	488
§.1 Le sauvetage de la société et les dérogations au dépôt d'une offre d'achat.....	488
§.2 Le sauvetage de la société et le non-lieu au dépôt d'une offre de retrait	496
Conclusion de Section.	498
Section 2. Le sauvetage de la société visée et le déroulement des offres	499
§1. La contrepartie de l'offre déposée sur une société en difficulté	499
§2. Le caractère irrévocable de l'offre déposée sur une société en difficulté	503
Conclusion de Section	506
Conclusion de Chapitre.....	507
Conclusion Sous-titre 2.....	508
Conclusion Titre 1	509

Titre 2. L'édification de règles d'application communes	511
Chapitre 1. Le champ d'application des principes généraux	513
Section 1. Le champ d'application <i>ratione personae</i>	514
Conclusion de Section	516
Section 2. Le champ d'application <i>ratione materiae</i>	516
Conclusion de Section	518
Section 3. Le champ d'application <i>ratione temporis</i>	518
§1. L'application des principes aux actes réalisés en période d'offre	519
§2. L'application des principes aux actes réalisés en période suspecte.....	520
I. Le contrôle des actes réalisés avant la période d'offre.....	521
II. Le contrôle des actes réalisés après la période d'offre.....	528
Conclusion de Section.	531
Conclusion de Chapitre	532
Chapitre 2. La mise en œuvre des principes généraux	533
Section 1. L'impérativité des principes généraux	533
§1. La valeur juridique des principes généraux.....	533
I. L'autorité juridique des principes généraux.....	533
II. Le caractère d'ordre public des principes généraux	540
A. Des principes relevant de l'ordre public virtuel.....	541
B. Des principes relevant de l'ordre public économique	545
§2. Le contrôle du respect des principes généraux.....	547
I. La détermination des critères de contrôle	547
A. Le critère de l'objet de l'acte	548
B. Le critère de l'effet de l'acte	551
II. L'appréciation critique des critères de contrôle.....	554
§3. La faculté de renoncer au bénéfice des principes généraux	557
Conclusion de Section	561
Section 2. L'effectivité partielle des principes généraux	562
§1. Le constat de l'effectivité partielle des principes généraux	563
§2. Les conséquences de l'effectivité partielle des principes généraux	564
I. Une source d'insécurité juridique	565
II. Une cause d'inflation normative.....	566
§3. Les propositions pour rétablir l'effectivité des principes généraux	570
I. Les évolutions souhaitables de la pratique décisionnelle.....	570
A. La mise en œuvre d'un contrôle systématique et apparent	571
B. Le développement d'une motivation enrichie.....	573
II. Les évolutions souhaitables du cadre réglementaire.....	577
A. La révision de l'article 231-3 du RG AMF.....	578
B. L'élaboration d'une doctrine propre aux principes	580

Conclusion de Section	583
Conclusion de Chapitre	584
Chapitre 3. Les sanctions des principes généraux	585
Section 1. Les objectifs des sanctions prononcées	586
§1. L'objectif principal de cessation de l'illicite	587
I. La sanction de cessation de l'illicite.....	587
II. Le débiteur de l'obligation de cessation de l'illicite	590
§2. L'objectif complémentaire d'adéquation des sanctions.....	593
Conclusion de Section.	595
Section 2. La hiérarchie des sanctions disponibles	596
§1. La prévalence des sanctions préventives	597
I. Les décisions de non-conformité.....	598
II. La pratique des engagements	599
§2. La subsidiarité des sanctions correctives et répressives	603
I. Les sanctions correctives.....	604
A. La nullité	604
B. Les injonctions	607
II. Les sanctions répressives	613
Conclusion de Section	617
Conclusion de Chapitre	618
Conclusion Titre 2	619
Conclusion Partie 2	621
Conclusion générale	623
Annexe	625
Propositions de modifications législatives et réglementaires	625
Propositions de modifications de la pratique décisionnelle	630
Bibliographie	631
Index alphabétique	703
Table des matières	709

Résumé :

Opérations financières controversées, les offres publiques semblent *a priori* régies par des règles dénuées de cohérence, introduites au gré des batailles boursières et des tendances politiques. Pourtant, aucune matière ne se réduit à de la pure technique. Toute réglementation exige, pour dépasser le stade d'amas réglementaire, d'être régie par des principes qui la dotent d'une logique interne. La présente étude révèle que deux catégories de principes encadrent le droit des offres publiques d'acquisition. La première est celle des principes directeurs, qui améliorent la compréhension du droit positif et dévoilent ce que pourrait être la réglementation de demain si les tendances actuelles venaient à se prolonger. Dénués d'effet direct au contentieux, les principes directeurs permettent aux autorités de marché de réaliser une interprétation téléologique des règles qu'elles mobilisent. La seconde catégorie est celle des principes généraux du droit. Aptes à saisir l'inattendu, les principes généraux comblent les lacunes de la loi et tempèrent la rigueur des expressions écrites délibérément figées. Ils encadrent les conduites lors du déroulement des offres et assurent ainsi la complétude du système juridique. L'examen des décisions rendues montre que derrière l'abstraction de leur énoncé, les principes produisent des conséquences inédites qu'il est possible de systématiser. Si certaines incohérences entourent encore le jeu des principes, l'étude propose plusieurs solutions pour résoudre ou dépasser chacune des difficultés rencontrées.

Mots-clés : *offre publique d'acquisition, OPA, OPE, OPR, OPRO, principe, principe général, principe directeur, société, société cotée, transparence, protection des minoritaires, égalité des actionnaires, libre jeu des offres et des surenchères, loyauté dans les transactions et la compétition, intégrité du marché, intérêt social, sauvetage de l'entreprise*

Abstracts :

Takeover bids are controversial operations. They seem to be governed by rules lacking coherence, introduced at the whim of stock market battles and political trends. Yet no subject can be reduced to purely technical matters. In order to surpass the stage of a regulatory bulk, any regulation needs to be governed by principles which confers it an internal logic. The present study reveals that takeover law is governed by two categories of principles. The first category is that of guiding principles, which enhance the understanding of positive law and reveal what tomorrow's regulations might look like if current trends continue. Without any direct effect during litigation, guiding principles enable market authorities to make a teleological interpretation of the rules they apply. The second category is that of general principles. Because they are able to grasp the unexpected, general principles fill gaps in the law and temper the rigour of fixed written expressions. They provide a framework for conduct during the takeover process, thus ensuring the completeness of the legal system. An examination of the issued rulings shows that despite the abstraction of their wording, principles produce unprecedented consequences that can be systematised. While certain inconsistencies still surround the interplay of principles, the study proposes several solutions to resolve or overcome all the encountered difficulties.

Key words : *takeover bids, principle, guiding principle, general principle, transparency, protection of minority shareholders, equality of shareholders, free play of bids and overbids, fairness in transactions and competition, market integrity, social interest, rescue of the company*