

DROIT, OFFRES PUBLIQUES ET RESTRUCTURATIONS

DIDIER MARTIN*

L'offre publique (OP) est de ces domaines qui ne semblent jamais devoir cesser d'être controversé, tant les visions économiques, sociales ou juridiques que partisans et opposants à ces opérations promeuvent paraissent irréconciliables (Kloepfer Pelèse, 2014). Perméable à ces dualités, le législateur français a tantôt favorisé les OP, tantôt restreint leur mise en œuvre. L'une des premières illustrations de ce phénomène peut être perçue à travers certaines modifications du règlement général du CMF (Code monétaire et financier) intervenues à la suite de la loi du 2 juillet 1996 qui, en vue de permettre une meilleure défense de la cible contre les offres hostiles, rallongèrent les délais des offres et reportèrent l'ouverture à la publication de la note d'information visée par la COB (Commission des opérations de bourse) (Rontchevsky *et al.*, 2017a). Suivant cette même tendance, la loi NRE (nouvelles régulations économiques) du 15 mai 2001 a, en même temps qu'elle renforçait la transparence et le contrôle des autorités sur les offres, fait obligation au président de la cible d'informer son comité d'entreprise, qui a également obtenu la faculté d'auditionner l'offrant.

On peut encore se rappeler que le législateur avait, lors de la transposition de la « directive OPA », en même temps qu'il optait pour la neutralisation pendant l'offre des pouvoirs du conseil d'administration, affaiblissant de fait la capacité de la cible à se défendre contre une offre

* Senior Partner, Bredin Prat. Contact : didiermartin@bredinprat.com.

Gaël Rivière, avocat au Cabinet Bredin Prat, a apporté une grande aide à la rédaction de cette contribution.

hostile, pris le parti de lui offrir une arme de nature à rendre considérablement plus complexe la prise de contrôle *via* l'émission de bons bretons ou bons patriotes (Moulin, 2006).

La loi du 31 mars 2006 a ainsi donné lieu à de nombreux débats entre les libéraux, qui mettent généralement en exergue les gains d'efficacités que ces opérations permettent, et les partisans d'un plus grand protectionnisme qui soulignent les risques qu'elles engendrent, au nombre desquels se trouve notamment le démantèlement de la société cible (Le Monde, 2018), accompagné de suppressions d'emplois et d'atteintes aux intérêts nationaux (Rontchevsky *et al.*, 2017a). Autrement dit, parmi les inconvénients avancés figurent en bonne place les restructurations, d'autant que cette dernière notion semble pouvoir appréhender plusieurs réalités.

Celle-ci pourrait tout d'abord s'entendre comme une « modification du cadre et du mode d'organisation de la structure, trouvant son origine dans un mécanisme juridique susceptible d'entraîner une transformation durable et sensible de ses éléments essentiels » (Masquefa, 2000). Satisfaisante au plan du droit des sociétés, une telle définition peine davantage à rendre compte des restructurations qui se traduisent par une réorganisation de l'entreprise ayant des conséquences sur l'emploi (Auzero, 2006). En réalité, chaque spécialité appréhende cette notion polysémique à la lumière des problématiques qui lui sont propres¹.

En tout état de cause, compte tenu de l'ensemble des craintes et des réticences que suscitent les restructurations et les OP, il n'est guère surprenant d'observer que le pouvoir législatif, réglementaire et politique ait une influence considérable sur ces processus, en particulier lorsque le contexte économique incite à un certain degré de protectionnisme.

Les restructurations ne sont toutefois pas appréhendées de la même manière par le droit des OP selon qu'elles s'inscrivent dans le cadre d'une tentative de prise de contrôle (première partie) ou à l'occasion d'une demande de dérogation à une offre publique obligatoire, d'une exemption à une offre publique de retrait ou du seuil retenu pour le retrait obligatoire (seconde partie).

UNE RÉGLEMENTATION ENCADRANT LES RESTRUCTURATIONS ENVISAGÉES PAR L'INITIATEUR D'UNE OFFRE PUBLIQUE

À la faveur de quelques situations emblématiques, la question des offres publiques et des restructurations a suscité, au cours des

années 2013 et 2014, une certaine hostilité au plan médiatique d'abord et, comme cela va désormais de pair, au plan politique et législatif ensuite.

Dans ce contexte, la loi du 29 mars 2014 a entraîné, conformément à la volonté affichée du législateur, un encadrement renforcé des restructurations envisagées à l'occasion d'une OP, en élargissant les pouvoirs des dirigeants et du comité d'entreprise, pendant que le décret relatif aux investissements étrangers a significativement étendu les cas où l'administration est susceptible d'avoir une influence considérable sur l'opération envisagée.

*La tentative implicite de limitation des restructurations
par un rééquilibrage des pouvoirs
en faveur des organes d'administration*

Ainsi que cela transparait des débats et des prises de position préalables à la loi Florange, le législateur a entendu par ce texte faire obstacle aux restructurations intervenant dans des sociétés cotées, en favorisant « l'actionnaire de long terme » et en dotant la cible des moyens de se défendre plus efficacement contre les OP, lesquelles seraient « nocives pour l'emploi et le développement de notre industrie »². Au-delà des déclarations préalables, le dispositif, qui peut apparaître restrictif au vu de la législation antérieure, doit être à la vérité nuancé à plusieurs titres s'agissant de l'hostilité spécifique envers les OP qui s'évincerait de l'action du législateur français (Barrière et de Reals, 2014).

57

Il faut en premier lieu remarquer que la loi nouvelle s'inscrit dans le cadre des articles 11 et 12 de la directive du 21 avril 2004 et que si le législateur français a fait le choix au moment d'opérer la transposition de ce texte de poser le principe de la neutralité des organes sociaux, nombre d'États avaient opté pour une répartition des pouvoirs opposés, si bien que l'on ne pourrait parler ici d'exception française. En deuxième lieu, s'il est indéniable que les organes de direction peuvent aujourd'hui plus certainement qu'hier faire échouer une offre publique hostile, il n'en résulte aucunement que cette défense renforcée constitue pour l'offrant un obstacle dirimant, puisque le destin de l'offre appartiendra en définitif aux actionnaires (Fornoni, 2015).

En outre, les moyens de défense envisagés, qui sont en théorie considérables, demeurent soumis au principe de spécialité des organes sociaux qui interdisent aux organes d'administration de prendre des mesures qui relèveraient de la compétence de l'assemblée générale, fût-ce pour se défendre contre une offre hostile.

Enfin, s'agissant des délégations de pouvoir accordées par l'assemblée générale, qui constitueraient probablement l'un des moyens de défense

les plus efficaces, le législateur n'a sans doute pas mesuré combien il serait ardu pour les organes d'administration de les obtenir, compte tenu de l'opposition des *proxy advisors*.

Il n'en reste pas moins que l'article L. 233-32 du Code de commerce en renversant le principe de neutralité des organes sociaux dote en théorie le conseil d'administration et le directoire d'un large pouvoir d'action, dans le cas où une offre hostile viendrait à être lancée. Il pourra, par exemple, acquérir ou céder un actif important, même s'il pourrait être contraint en ce cas de consulter l'assemblée générale des actionnaires (cf. *infra*)³, à moins de considérer que pendant une offre inamicale, il convient d'écarter les recommandations de l'AMF afin de ne pas entraver la défense de la cible. Le règlement général de l'AMF (RGAMF) envisage d'ailleurs clairement le cas des restructurations utilisées comme moyen de défense, puisqu'il prévoit que l'initiateur pourra renoncer à son offre 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'offre⁴. Cela étant, si un renoncement en cours d'offre est en théorie envisageable, l'opposition des organes d'administration postérieurement à l'ouverture de l'offre entraînera le plus souvent un accroissement du prix. À l'inverse, une réaction négative des organes de la cible antérieurement au dépôt d'une offre, pendant que l'offrant potentiel teste le marché par une offre conditionnelle⁵, pourra avoir un effet dissuasif plus important.

58

Les organes de direction se trouvent en réalité dans une position de négociation renforcée (De Vilmorin et Berdou, 2014), laquelle pourra aboutir à une offre plus favorable aux actionnaires très probablement, à la cible peut-être et au maintien des structures de la cible éventuellement. La bataille boursière ayant opposé AkzoNobel et PPG, avec l'intervention du fond Elliott contre le *board* de la cible, illustre assez bien les difficultés engendrées par la confrontation des intérêts en présence. Intéressant est à cet égard la décision de la chambre des entreprises d'Amsterdam qui a notamment considéré, pour rejeter les demandes d'Elliott, que lors de l'évaluation d'une offre publique d'achat non sollicitée, le conseil devait être guidé par les intérêts de la société dans une perspective de création de valeur à long terme. Elle en déduit qu'une proposition spontanée peut être raisonnablement rejetée même contre la volonté d'une majorité d'actionnaires. Outre un succès au plan juridique, l'opposition du *board* d'AkzoNobel a eu également un effet dissuasif sur PPG qui avait déclaré ses intentions au marché, puisque celui-ci, contraint de se décider par le dispositif dit du « *Put up or shut up* », a abandonné au moins temporairement son projet d'offre.

L'évaluation par le comité d'entreprise des restructurations envisagées par l'acquéreur

Apparaissant au détour du *ratio legis* lorsqu'il est question des pouvoirs conférés aux dirigeants en période d'offre, la problématique des restructurations est clairement affirmée dans les dispositions encadrant les pouvoirs dévolus au comité d'entreprise en cas d'OP.

Le dispositif nouveau lui confère un double rôle : d'abord celui d'évaluer, avec l'assistance d'un expert-comptable, les projets et la stratégie de l'offrant, ensuite de contrôler, *a posteriori*, la mise en œuvre des déclarations qu'il aura faites et des engagements que celui-ci aura pu prendre (Rontchevsky et Storck, 2014).

C'est ainsi que le comité d'entreprise devra être informé et consulté par les dirigeants de la cible sur l'intérêt de l'OP et sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés. Pour rendre son avis, il sera assisté d'un expert-comptable et pourra procéder à l'audition de l'initiateur de l'offre, ce dernier pouvant également déclencher l'ensemble de ce processus en amont du dépôt de l'OP. Afin d'éviter que l'initiateur ne soit tenté de faire obstacle à l'exercice de ces missions, en refusant de communiquer des informations qui revêtiront sans nul doute, pour certaines d'entre elles au moins, un caractère hautement confidentiel, le législateur a prévu un dispositif de recours devant le président du tribunal de grande instance pour que celui-ci ordonne à l'initiateur de communiquer le cas échéant les éléments nécessaires. À l'instar de l'avis de l'expert indépendant, ou du conseil d'administration, celui du comité d'entreprise ainsi que le rapport de l'expert-comptable seront reproduits dans la note d'information, même si l'on peut douter que cela ne suffise à leur conférer une importance comparable. D'ailleurs, quand bien même il serait opposé à l'offre, comme cela a pu être le cas pour l'OP faite sur Club Méditerranée par l'initiateur ayant finalement obtenu le contrôle⁶, le comité d'entreprise ne dispose en toute hypothèse d'aucun droit de veto lui permettant de bloquer l'opération. À ce dispositif de consultation préalable, le législateur a ajouté une clause dite de « rendez-vous » qui fait obligation à l'initiateur d'une offre de rendre compte au comité d'entreprise de la mise en œuvre des déclarations d'intention et, le cas échéant, des engagements en matière d'emploi, de maintien des sites d'activité et de localisation des centres de décision qu'il aurait pris auprès dudit comité d'entreprise, à l'expiration des délais de 6, 12 et 24 mois suivant la clôture de l'offre. Si le symbole et les enjeux médiatiques seront assurément au rendez-vous, le dispositif est d'une contrainte relative dans la mesure où, à supposer qu'il y ait un hiatus entre les déclarations et les engagements

et leur mise en œuvre, aucune sanction n'est spécifiquement attachée à la violation de tels engagements bien que des actions judiciaires demeurent envisageables (Brosset et Cuntz, 2014). On remarquera que l'une des craintes les plus prégnantes que les praticiens avaient exprimées lorsque la loi n'était encore qu'à l'état de projet, à savoir que ce processus des consultations obligatoires risquait d'allonger considérablement le calendrier de l'offre, a été prise en compte par le législateur qui a précisé que l'avis devait être rendu dans le délai d'un mois et qu'en cas de recours le président du TGI devait se prononcer dans un délai de huit jours. Dans cette lignée fut également abandonné le rôle de médiateur qui aurait pu être nommé en cas de désaccord entre le comité d'entreprise de la cible et l'initiateur.

*L'influence grandissante de l'État
sur les éventuelles restructurations via le renforcement du contrôle
des investissements étrangers*

Parmi les interventions de l'administration susceptible d'affecter notablement le destin d'une offre et la restructuration des sociétés en cause, on songe naturellement au contrôle des concentrations, qui peut notamment imposer à l'acquéreur des cessions de filiales ou d'actifs. De même, dans certains secteurs spécifiques régulés par des autorités administratives indépendantes, il est fréquent que la loi exige des acquéreurs qu'ils obtiennent l'autorisation de l'autorité sous le contrôle de laquelle la cible ou l'initiateur se trouve. Pour sa part, la soumission des investissements étrangers à autorisation préalable est assez différente de ces hypothèses, car elle est en premier lieu l'œuvre de l'État et non d'autorités administratives indépendantes, et qu'elle est en second lieu à la fois plus large dans son champ d'application et dans ses effets, en particulier après le décret dit Alstom (Martin et Françon, 2014). Quant à son importance au vue de l'opération envisagée, elle est considérable car l'offre ne peut ouvrir qu'après autorisation des autorités.

Au cœur de ce dispositif se trouve l'article L. 151-3 du CMF qui soumet à autorisation préalable du ministre chargé de l'économie les investissements étrangers dans une activité en France qui relève de certains secteurs stratégiques, l'ensemble des activités étant précisé par décret.

En fait de précision, le texte de l'article R. 153-2 du CMF énumère pas moins de douze secteurs d'activité pour lesquels une autorisation est requise, laissant de fait une grande marge de manœuvre au ministre de l'Économie, si bien qu'il est délicat pour un acquéreur étranger de faire le départ entre les investissements pour lesquels

une autorisation est requise de ceux pour lesquels aucune formalité ou presque n'est exigée⁷, à tel point que le législateur lui-même prévoit un mécanisme d'interrogation préalable⁸. Cette incertitude se double d'un aléa au plan procédural, puisque si le ministère de l'Économie est tenu de répondre dans un délai de deux mois, cela suppose que la requête soit considérée comme étant complète, étant précisé que chaque demande d'information complémentaire a un effet interruptif.

Large dans son champ d'application *rationae materiae*, la procédure d'autorisation est quelque peu modulée *rationae personae*, puisque pour les investissements en provenance des États membres de l'Union européenne, la notion d'investissement est appréciée plus restrictivement. Cela engendre des conséquences au plan de la liste des activités requérant une autorisation, sans pour autant suffire à éluder tout doute s'agissant de la conformité de ce dispositif avec le droit européen. Ce dernier pourrait d'ailleurs également se voir prochainement enrichi d'une procédure similaire, puisque la Commission et le Parlement ont formulé une proposition de règlement visant à mettre en place un cadre européen pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union européenne⁹. Loin de pouvoir se réduire à une conception binaire, au stade de ces conséquences pour l'acquéreur éventuel, la procédure d'autorisation se veut être en réalité une invitation à entrer en négociation avec un ou plusieurs ministères. Dans ce cadre, les engagements auxquels l'initiateur d'une offre devra se soumettre ont vocation à affecter les restructurations qu'il souhaitera effectuer, puisqu'il s'agit *in fine* de sauvegarder les intérêts nationaux, ce qui impliquera souvent de garantir que l'activité demeure sur le territoire français. Figure d'ailleurs, parmi les conditions auxquelles l'autorisation peut être subordonnée, la préservation par l'investisseur de la pérennité des activités, des capacités industrielles ou de recherche, le pénultième alinéa de l'article R. 153-9 du CMF envisageant même que le ministre puisse exiger qu'une activité soit cédée. Incontestablement contraignant préalablement aux opérations envisagées, le dispositif l'est sans doute un peu moins *a posteriori*, en particulier lorsque les restructurations impliquent un déplacement du siège social tel que celui mis en œuvre à l'occasion de la fusion de Lafarge et d'Holcim.

Au-delà de la lettre des textes, le risque, du reste déjà éprouvé, est que ce contrôle ne soit exercé que pour subordonner la prise de contrôle¹⁰ à des conditions qui iront bien au-delà de la sauvegarde de certains intérêts stratégiques, mettant ainsi *de facto* en concurrence l'intérêt des actionnaires avec des considérations qui leur sont étrangères.

*LA PRISE EN COMPTE DE LA NÉCESSITÉ
DES RESTRUCTURATIONS PAR LE DROIT
DES OFFRES PUBLIQUES OBLIGATOIRES ET DE RETRAIT*

L'AMF dispose d'un large pouvoir d'appréciation pour s'assurer que les intérêts des minoritaires ne sont pas lésés par les restructurations, soit lorsqu'elle accorde des dérogations au dépôt d'une OPO (offre publique à prix ouvert), soit lorsqu'elle permet à une restructuration d'intervenir sans obliger un actionnaire à déposer une OPR (offre publique de retrait). S'agissant du retrait obligatoire, le choix a été fait de fixer le seuil à un niveau élevé.

Les dérogations aux offres publiques obligatoires

Conçue comme une protection des minoritaires (Rontchevsky *et al.*, 2017b), l'OPO a été introduite en droit français afin d'offrir à ces actionnaires une possibilité de sortir de la société lorsque la répartition de l'actionnariat se trouve modifiée de telle sorte qu'il en résulte un changement de contrôle, lequel peut advenir en cas de restructuration.

62

Cependant le caractère automatique du dépôt obligatoire d'une OPO pouvant apparaître injustifié, en particulier lorsqu'en dépit du franchissement des divers seuils, le contrôle n'est pas fondamentalement modifié et/ou la situation des minoritaires n'est pas substantiellement altérée, le RGAMF prévoit plusieurs hypothèses de dérogation. Parmi ces cas de dérogations figurent notamment les opérations de fusion, d'apport d'actifs et le cumul d'une opération de fusion ou d'apport et de la conclusion entre actionnaires des sociétés concernées par l'opération d'un accord constitutif d'une action de concert.

La pratique du régulateur illustre également la prise en compte des restructurations dans le cadre des OPO, notamment lorsque celles-ci concernent des entreprises en difficulté bénéficiant d'augmentations de capital. Ainsi l'AMF a pu, sur le fondement de l'article 234-4 du RGAMF, accorder une dérogation à un *trustee* qui ne devait franchir à la hausse le seuil de 30 % de manière temporaire en vue de permettre le déroulement d'un plan de redressement, étant précisé que les actions nouvelles auxquelles il allait souscrire devaient être cédées dans un délai de six mois¹¹.

L'AMF, qui agit en la matière sous le contrôle de la Cour d'appel de Paris et de la Cour de cassation, dispose dans l'octroi des dérogations d'un assez grand pouvoir d'appréciation. D'ailleurs, les arrêts où les juges ont remis en cause ce pouvoir sont en la matière extrêmement rares, puisqu'un seul considère véritablement que l'AMF a apprécié de

manière erronée la restructuration du capital qui lui était soumise¹², les autres annulations ayant été motivées par des raisons de procédure ou d'appréciation d'un concert¹³.

La possible exigence d'une offre publique de retrait

De manière générale, les actionnaires minoritaires peuvent demander à l'AMF de requérir le dépôt d'une OPR lorsqu'un majoritaire détient plus de 95 % des droits de vote, ce dernier ayant également la faculté de prendre l'initiative de déposer une OPR « volontaire ».

Concernant plus particulièrement la possibilité pour l'AMF d'exiger le dépôt d'une OPR en cas de restructuration, l'article 236-6 du RGAMF prévoit en son deuxième alinéa que lorsqu'un actionnaire contrôlant une société décide le principe de la fusion de cette société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, ou de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, ou de la réorientation de l'activité sociale, il doit en informer l'AMF. Cette dernière dispose alors de la faculté de lui imposer une OPR au vu des 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. Or, qu'il s'agisse de la fusion, de la cession d'actif principal ou de la réorientation de l'activité sociale, on perçoit que toutes ces hypothèses de restructurations ne sont pas neutres pour l'actionnaire minoritaire, tant au plan juridique, qu'économique ou financier.

Ce n'est cependant pas dire que chacune de ces hypothèses conduira l'AMF à exiger que soit déposée une OPR, encore faut-il que l'opération en cause lèse les droits et les intérêts des minoritaires, cette dernière condition étant assez peu constatée en pratique. La Cour d'appel de Paris a, par exemple, approuvé, dans l'affaire Silic et Icade, la décision de l'AMF refusant d'exiger le dépôt d'une OPR préalablement à la fusion de ces deux sociétés. Pour ce faire, elle retient notamment l'analyse *in concreto* menée par l'AMF de laquelle il ressortait que les statuts des sociétés sont équivalents, qu'elles bénéficient du régime fiscal SIIC et que les rendements de leurs actions sont comparables, enfin que le marché de l'action de l'absorbante présente une liquidité nettement supérieure en terme d'échanges journaliers et de taux de rotation du capital.

Le rôle de l'AMF est donc décisif, non seulement par le fait que des notions telles que celle d'actif principal sont propices à l'exercice d'une certaine liberté d'appréciation, mais aussi parce qu'elle doit en toute hypothèse considérer l'opération dans son ensemble. Décisive, l'AMF l'a également été en publiant une position-recommandation recommandant que l'assemblée générale soit consultée en cas de cession

d'actif significatif, encadrant ainsi les cessions, telles celles effectuées par Vivendi et Alstom, qui ne pouvaient être appréhendées par l'article 236-6 du RGAMF (Torck, 2015).

Le retrait obligatoire : le choix d'un seuil élevé de 95 %

Instaurée par la loi du 31 décembre 1993, le retrait obligatoire consiste en une atteinte au droit de propriété, puisque par ce dispositif des actionnaires sont contraints de céder leurs titres. Le retrait obligatoire étant alors, comme l'indique un auteur, « un mode de restructuration et de parachèvement du contrôle » (Viandier, 2014b), bien que les restructurations ne soient pas consubstantielles au retrait obligatoire, puisqu'il pourrait tout aussi bien n'être utilisé que pour permettre la radiation des titres et la suppression des contraintes et des coûts de la cotation.

La directive 2004/25/CE concernant les OP prévoit que l'offrant qui détient au moins 90 % des titres devrait pouvoir exiger de tous les détenteurs des titres restants qu'ils les lui vendent, tout en énonçant une faculté pour les États de fixer un seuil plus élevé. La France a fait un plein usage de cette possibilité puisqu'elle a fixé à 95 % le seuil ouvrant droit au retrait obligatoire, soit le plus élevé permis par la directive.

64

En pratique, l'actionnaire minoritaire est parfois tenté de monnayer chèrement la possibilité qu'il pourrait offrir au majoritaire de franchir à la hausse ce seuil, lequel pourra lui ouvrir droit au bénéfice de l'intégration fiscale et au retrait obligatoire, autant d'enjeux fondamentaux notamment dans les opérations de LBO (*leverage buy out*). Outre les affaires Camaïeu, Buffalo Grill et APRR qui ont pu illustrer ce rapport de force, assez emblématique est le cas de la société Radiall qui a abouti, au terme de nombreux arrêts et à la faveur d'une modification des règles de marchés, à ce qu'elle obtienne sa radiation d'Euronext (Torck, 2017b).

Dès lors, au vu des contentieux engendrés et des complexités dans l'articulation de cette procédure avec celle de la sortie de la cote (Torck, 2017a), la question d'une diminution à 90 % de la participation requise pour effectuer un retrait obligatoire est régulièrement en débat. Un tel abaissement du seuil accroîtrait les chances pour l'initiateur de bénéficier de l'intégration fiscale, puisque une fois les 90 % atteints, il pourra procéder au retrait obligatoire. Resurgit cependant la crainte de voir se multiplier les OP financières avec les risques de dépeçage de la cible que ce type d'opérations génère, ce qui ne manque pas d'avoir un effet dissuasif sur les autorités. Or il peut apparaître opportun à des actionnaires de sortir une société de la cote et ainsi des contraintes de la réglementation boursière, en vue de la réorganiser et d'améliorer ses performances, quitte à la réintroduire en bourse ultérieurement. Le

contrôle du prix de retrait devant bien sûr être garant de l'intérêt des minoritaires. Enfin, pour attirer les sociétés à la bourse, le fait de ne pas se sentir prisonnier et de pouvoir envisager une sortie à partir de 90 % rend probablement plus concevable pour certains de faire appel au marché.

CONCLUSION

Alors que la directive OP aurait dû être révisée voici plusieurs années, on constate aujourd'hui que les initiatives communautaires sur cette question semblent paralysées, le contexte européen paraissant assez peu favorable à l'engagement et à la recherche d'accord sur un sujet aussi sensible que celui des OP. En outre, il est probable que la Commission redoute qu'un grand nombre d'États ne profitent de cette occasion pour renforcer les pouvoirs des organes sociaux de sorte à dissuader davantage le lancement des OP hostiles¹⁴.

Mais il ne faut pas s'y tromper, la paralysie sur cette question n'est que relative. En effet, le renforcement de l'encadrement des OP par le contrôle des investissements étrangers, qui peut dissuader du dépôt d'une offre publique, connaît dans cette période de protectionnisme un réel développement tant au plan européen que national¹⁵.

NOTES

1. Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux cadres de restructuration préventifs, à la seconde chance et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures de restructuration (COM(2016) 723 final).
2. En ce sens, le rapport fait au nom de la Commission des affaires économiques sur la proposition de loi Florange par Clotilde Valter.
3. Voir AMF, « position-recommandation 2015-05 sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs ».
4. AMF, règlement général, art. 232-11, § 2.
5. Une telle offre conditionnelle a, par exemple, été utilisée par Atos dans sa tentative pour acquérir Gemalto.
6. Alors même que le Comité avait montré moins d'hostilité envers l'offre de global ressort que pour celle de Fosun (Note en réponse n° 14-550 de Club Méditerranée à l'offre de Gaillon Invest II).
7. Après le décret 2017-932 du 10 mai 2017, seul subsiste une exigence de déclaration statistique auprès de la banque de France pour les investissements étrangers non soumis à autorisation (Barrillon, 2017).
8. C. mon. Fin. Art. R. 153-7 (étant précisé que le silence ne vaut pas dispense d'autorisation).
9. Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union européenne (COM-2017-487).
10. Pour des exemples où cette procédure a été « instrumentalisée », voir Viandier (2014b).
11. AMF, décembre, n° 213C0323, 7 mars 2013.
12. Ca. Paris, 13 sept. 2005, Association pour la défense des actionnaires minoritaires (ADAM) contre SA Hyparlo et autres G0181.
13. Cass. com., 22 novembre 2016, n° 15-11063 ; voir Ramoneda (2017).

14. Le Parlement anglais a, par exemple, envisagé d'introduire une limitation des droits des actionnaires court terme pendant une offre (*Practical and legal issues related to limiting the rights of short-term shareholders during takeover bids*, Note of BIS roundtable, Department for Business, Innovation and Skills, octobre 2014).

15. Le ministre de l'Économie a annoncé dans ses vœux du 15 janvier 2018 qu'il souhaitait élargir de nouveau le contrôle des investissements étrangers. Au niveau européen (op. cit. 22), un texte devrait être voté au printemps.

BIBLIOGRAPHIE

AUZERO G. (2006), « Les restructurations vues sous l'angle des prérogatives du comité d'entreprise : du légal au conventionnel », *BJS*, n° 7.

BARRIÈRE F. et DE REALS C. (2014), « La loi Florange : une loi anti-OPA ? », *Revue des sociétés*, p. 279.

BARRILLON C. (2017), « Le nouveau mécanisme de contrôle des investissements étrangers en France », *Bulletin Joly Sociétés*, n° 11, p. 70.

BROSSET G. et CUNTZ N. (2014), « Aspects boursiers de la loi Florange : le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles », *Revue de droit bancaire et financier*, n° 2.

COSNARD D. (2018), « Aluminium : l'usine symbole de Dunkerque passe sous contrôle indien », *Le Monde*, 10 janvier.

DE VILMORIN et BERDOU A. (2014), « Des offres publiques d'acquisition made in France ? », *Droit des sociétés*, n° 6, étude 10.

FORNONI D. (2015), « Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange », *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*, p. 31.

KLOEPPER PELÈSE M. (2014), « Faut-il adopter un cadre juridique propice au développement des offres publiques d'acquisition ? », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 6, novembre.

LE MONDE (2018), « Aluminium : l'usine symbole de Dunkerque passe sous contrôle indien », 10 janvier.

MARTIN D. et FRANÇON M. (2014), « OPA : illustrations des incertitudes made in France », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 6.

MASQUEFA C. (2000), *La restructuration*, thèse LGDJ, préface Teyssié B., § 241.

MOULIN J.-M. (2006), « La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 », *Juris-Classeur périodique*, éd. E, n° 1651.

RAMONEDA V. (2017), « Action de concert, prédominance et contrôle conjoint », *Bulletin Joly Bourse*, n° 03.

RONTCHEVSKY N., GAUDEMET A. et BUCHER F. (2017a), « OPA-OPE : présentation générale », *Étude Joly bourse*, n° 38.

RONTCHEVSKY N., GAUDEMET A. et BUCHER F. (2017b), « OPA-OPE obligatoires », *Bulletin Joly Bourse*, n° 1.

RONTCHEVSKY et STORCK S. (2014), « L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées », *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*, p. 363.

TORCK S. (2015), « Position-recommandation AMF sur les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs : la transmutation du droit mou », *Droit des sociétés*, n° 8-9.

TORCK S. (2017a), « Sortir de la cote », *Bulletin Joly Bourse*, n° 3.

TORCK S. (2017b), « Sortir de la cote (II) : retrait obligatoire versus article P 1.4.2 des règles de marché Euronext Paris », *Bulletin Joly Bourse*, n° 4.

VIANDIER A. (2014a), *OPA, OPE, autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5^e éd., n° 51.

VIANDIER A. (2014b), *OPA, OPE, autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5^e éd., n° 121.