N° 7134

RÉGLEMENTATION DES OFFRES PUBLIQUES ET DROIT DES SOCIÉTÉS : L'EXPÉRIENCE FRANÇAISE

1. — Inspiré par l'aventure de la banque de Law, Daguesseau écrivit en 1720 un mémoire dans lequel il blâmait vivement la spéculation et comparait le transfert des titres de main en main à une course au flambeau, à un jeu à ce point contraire à la morale publique, qu'il convenait de l'interdire, ce qui fut fait pour quatre ans(1). Que serait l'ébahissement du chancelier s'il lui était donné de revenir parmi nous et d'observer l'effarant développement de cette course au flambeau, la création de temples majestueux à seule fin de permettre aux coureurs de pratiquer leur sport préféré, les luttes homériques auxquelles se livrent les athlètes, les industries dérivées de ces olympiades de papier : fourniture de conseils, financiers ou juridiques, fabrication de normes, production de sanctions, le tout, épisodiquement, sur fond de roueries financières et de flibusteries capitalistes(2).

2. — Mais au-delà de toute cette agitation, Daguesseau serait surpris par le développement considérable de la réglementation boursières spécialement en ce qu'elle vise les offres publiques, ainsi que la variété de ces règles : codes de conduites d'organismes professionnels, recommandations, instructions et règlements d'autorités administratives ou quasi-administratives, lois et bientôt peut-être une directive européenne. À ce réseau particulièrement serré de normes répond, tout au moins en France, une animation contentieuse sans précédent. Il est rare qu'une offre publique ne s'accompagne pas d'actions judiciaires diverses : les actionnaires de la cible plaident contre l'offrant qui plaide contre la cible, qui plaide contre les autorités boursières, qui interviennent dans les procès intentés par les premiers. En cette matière l'état de droit est en fait un état de contentieux, au point même que certaines

(1) Cons. G. Ripert, Aspects juridiques du capitalisme moderne, Paris, *L.G.D.J.*, 1951, n. 70.

(2) Cons. F. Nicolai, Ruse légales et roueries financières, Paris, Perrin, 2e éd., 1919.

offres publiques se gagnent à la barre du tribunal, à preuve l'offre publique lancée par Nestlé sur Perrier et qui n'a pu aboutir que grâce à deux décisions judiciaires, l'une du tribunal de commerce de Nîmes (siège de la société) et l'autre du tribunal de commerce de Paris. Sur ce point aussi Daguesseau aurait eu beaucoup à dire.

3. — C'est cependant un autre aspect de la question que le thème de ces Journées invite à explorer, celui de la confrontation — des interférences — de la réglementation des offres publiques et du droit des sociétés. Ce sont là deux ensembles qui ne vivement pas en parfaite sympathie. En raison des principes qui les animent, des valeurs qu'ils ont mission de protéger, ces deux corps de règles affirment à de nombreux égards des approches divergentes. Ces divergences seront relevées (I), puis expliquées (II).

Chapitre I. — Le relève des divergences

4. — C'est au sein de la société cible que se situe le meilleur poste d'observation pour rechercher la ligne de partage des eaux entre la réglementation des offres publiques et le droit des sociétés, et de constater les divergences qui concernant la situation des actionnaires (Section I), comme celle des dirigeants (Section II).

Section 1. — *La situation des actionnaires*

5. — L'actionnaire des sociétés cotées a peu de prérogatives positives, il a surtout une capacité de nuisance : réclamer des comptes, demander des informations, interpeller les dirigeants, solliciter une expertise, agir en nullité… Dans les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne l'*affectio societatis* procède en réalité d'une relation de type sadomasochiste. À s'écarter des ténèbres psychanalytiques deux droits présentent une valeur positive, celui de céder et celui de décider. Or tous deux sont affectés par l'existence ou l'éventualité d'une offre publique.

§ 1 *Le droit de céder*

6. — L'un des principes les plus assurés du droit des sociétés anonymes est le droit pour l'actionnaire de céder ses actions à qui il veut, comme il veut, quand il veut. À cet égard la liberté contractuelle domine et n'est pas affectée par le caractère institutionnel de la société par actions. Or cette liberté est parfois discutée en période d'offre publique. **D'abord**, certains modes de cession sont proscrits, ainsi que des opérations de stellage (§ 3)(3).

7. — Ensuite et surtout, on a parfois discuté de la validité ou de l'efficacité des engagements pris par un actionnaire de présenter ses actions à l'offre publique qui sera ultérieurement déposée par le bénéficiaire de l'engagement. On citera en premier lieu un extrait du rapport de la commission des opérations de bourse pour 1986 (p. 31) :

« *La commission a d'autre part relevé que les initiateurs d'offres publiques cherchaient souvent, avant l'ouverture de la procédure, à s'assurer du succès de leur offre en passant avec les principaux actionnaires de la société visée des conventions les engageant irrévocablement à apporter leurs titres à l'offre. Ces pratiques ont pour effet de rendre impossible le succès d'une offre concurrente plus avantageuse, sauf les cas improbables où les signataires de ces pactes prendraient le risque juridique de ne pas respecter leurs engagements.*

En conséquence, il pourrait être envisagé de n'admettre ce type de conventions que sous réserve de laisser subsister pour leurs signataires la faculté de bénéficier d'une offre concurrente, ce qui n'affecte pas leur liberté de choisir l'offreur "mois disant" auprès duquel ils se sont engagés à l'origine ».

Dans le même ordre d'idées on renverra à une position prise en 1988 par le comité de surveillance des offres publiques lors d'une offre Holophane(4) :

« *Le comité a pris connaissance d'engagements conclus pendant le déroulement d'une offre publique par lesquels certains actionnaires s'engagent irrévocablement à répondre favorablement à l'une des offres en présence.*

(3) Règlement général du conseil des bourses des valeurs, art. 5.2.17.

(4) Bull. COB, juin 1988, n° 215, p. 10. — Cons. A. Viandier, O.P.A., O.P.E., garantie de cours et retrait, *Litec*, 1991, n° 447 s.

Il rappelle à cette occasion les principes fondamentaux qui gouvernent la procédure d'offre publique :

Les personnes intervenant dans le déroulement d'une offre sont tenues d'observer dans leur esprit comme dans la lettre, outre les dispositions du règlement général du conseil des bourses de valeurs, les principes et règles formulés par la décision générale de la C.O.B.

Il est rappelé notamment que :

1. *— C'est par le libre jeu des offres concurrentes et des surenchères que doit se dérouler la compétition entre les offreurs convoitant la même société.*
2. *— Les ordres en réponse à une offre sont révocables à tout moment sauf pendant les dix derniers jours de l'offre.*
3. *— Tous les actionnaires doivent être placés ans les faits comme en droit dans des conditions identiques.*

Le comité estime en conséquence que les engagements visés ci-dessus 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 en ce qui les concerne ».

8. — L'approche est claire : les engagements de présentation — expression de la liberté de céder — sont critiqués au motif qu'ils peuvent rendre impossible le succès d'une offre concurrente. La liberté contractuelle buterait sur la nature de **vente aux enchères** de l'offre publique et serait assortie à la nécessité de faciliter le dépôt d'offres concurrentes. L'impératif économique briderait la liberté de céder. Cette position des autorités administratives n'est pas celle des juges. Et la seule décision judiciaire appelée à connaître de la question a opté pour la validité des engagements de présentation, allant même jusqu'à considérer que le dépôt d'une offre concurrente de celle du bénéficiaire des engagements de présentation n'était pas une cause de caducité desdits engagements(5). Il reste qu'en l'absence de décision de la Cour de cassation certains spécialistes continueront à hésiter à affirmer la pleine validité des engagements malgré leur parfaite conformité au droit des sociétés.

(5) T. com. Paris, 28 juillet 1986, *Rev. soc.*, 1987, p. 58, note J.J. Daigre (affaire Radar).

§ 2 *Le droit de décider*

9. — L'assemblée générale des actionnaires est souveraine ; tel est le précepte du droit des sociétés. Dans les sociétés cotées, sa force est cependant limitée. D'une part, certaines décisions sont **en fait** très difficiles à prendre en raison des conséquences qui s'y attachent. Ainsi, la décision de transformation d'une société anonyme cotée en société en commandite par actions, décision tout à fait licite au regard du droit des sociétés, entraîne l'obligation pour le ou les actionnaires détenant le contrôle de la société de lancer une offre de retrait et donc de racheter les actions des minoritaires(6). Ainsi encore l'actionnaire de contrôle peut être tenu de lancer une offre de retrait lorsqu'il se propose de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire « *une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celle 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* »(7). Dans ces deux circonstances une prérogative exorbitante du droit commun des sociétés est conférée aux actionnaires minoritaires ; la loi de la majorité ne s'impose plus à eux avec la même rigueur, puisqu'un second tour est organisé sous forme de **retrait** à l'occasion duquel ils « *voteront avec leurs pieds* ». Il est vrai que ce retrait ne contredit pas la souveraineté des assemblées, son éventualité n'en contribue pas moins en pratique, à restreindre le champ des décisions d'assemblée.

10. — L'interférence est plus forte encore s'agissant de la question particulièrement disputée des augmentations de capital(8). Alors que l'assemblée peut très généreusement déléguer au conseil d'administration le soin d'augmenter le capital de la société, les effets de cette délégation sont considérablement retreints en temps d'offre publique. En effet la loi du 2 août 1989 a modifié

(6) Règlement général du conseil des bourses de valeurs, art. 5.5.4. et 5.5.5. ; l'article 5.5.4. met cette obligation à la charge de l'actionnaire détenant la majorité des deux tiers des droits de vote, mais l'article 5.5.5. prévoit une offre de retrait en cas de modification statutaire relative à la forme de la société, offre qui pèse sur l'actionnaire qui contrôle la société, ce qui n'implique pas la détention de la majorité des deux tiers.

(7) Règlement général du conseil des bourses de valeurs, art. 5.5.5. — Cons. A. Viandier, *op. cit.*, n. 1793 s.

(8) Rappr. en Belgique, Commission bancaire, Rapport 198-1990, p. 83 et Rapport 1986-1987, p. 78 s. — *Adde* A. Bruyneel, Les offres publiques d'acquisition, réforme de 1989, Bruxelles, Larcier, 1990, n. 70, p. 51.

l'article 180 de la loi du 24 juillet 1966 pour préciser que cette délégation

« *est suspendue en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la société, sauf si l'assemblée générale, préalablement à l'offre et expressément, a autorisé, pour une durée n'excédant pas un an, une augmentation de capital pendant ladite période et à condition que l'augmentation envisagée n'ait pas été réservée* ».

Cette dernière exigence limite considérablement les possibilités de défense puisque la délégation ne peut pas être utilisée au profit d'un chevalier blanc, qui souscrirait seul à l'augmentation de capital. Dans ces conditions, on voit mal l'intérêt de ce tempérament… sauf à attirer l'attention sur la vulnérabilité d'une société. Si l'augmentation de capital est faite avec droit préférentiel de souscription, la bataille va se déplacer sur le terrain des droits. Si l'augmentation est faite sans droit préférentiel et sans indication du nom des bénéficiaires, on facilite la souscription par l'attaquant. En tout état de cause, une telle augmentation de capital, qui ne répond pas à un besoin de fonds propres mais obéit uniquement à une stratégie de défense, réalise une curieuse perversion du droit des sociétés.

Mail au-delà de la perversion du droit des sociétés retenons l'entrave aux pouvoirs de l'assemblée générale.

11. — Descendant un degré et nous plaçant **en période d'offre**, les incidences de la réglementation boursière apparaissent plus sensibles. On ne doute guère de la possibilité de réunir l'assemblée générale des actionnaires en cours d'offre qu'elle ait été convoquée ou non avant(9). On doute en revanche de la faculté pour l'assemblée de prendre des décisions de nature à peser sur l'issue de l'offre : augmentation de capital réservée, cession d'actifs, approbation d'un apport en nature d'un allié… D'un côté on peut mettre en avant la souveraineté des assemblées et l'absence d'interdiction dans la réglementation boursière(10). D'un autre

(9) Dans le cas où l'assemblée n'a pas été convoquée avant l'offre, il paraît **en pratique** très difficile de concilier en France le calendrier d'une offre (vingt jours de bourse) avec les délais induits par la convocation d'une assemblée, délais réglementaires, mais aussi délais de collecte des pouvoirs.

(10) On observera qu'en Angleterre le City Code (art. 7) prévoit expressément la possibilité de réunir l'assemblée des actionnaires en vue d'autoriser l'accomplissement de certains actes par les dirigeants sociaux. En Belgique, la Commission bancaire a considéré dans le passé qu'en période d'offre l'assemblée de la société

côté, un courant puissant considère que le droit de répondre à l'offre est un droit propre de l'actionnaire, un droit individuel qui échappe à la compétence de l'assemblée générale, aussi bien celle-ci ne saurait, même indirectement, frustrer l'actionnaire du bénéficiaire de la proposition d'acquisition d'actions émise par l'initiateur de l'offre. Ce point de vue peut se recommander d'une décision rendue par Monsieur le président DUPLAT dans une affaire Assubel(11). Au-delà du débat, qui n'est pas encore tranché en France, relevons l'idée selon laquelle l'existence de l'offre publique paralyserait l'organe cardinal de la société, ce qui témoigne de la force de la réglementation boursière et du caractère perturbateur ou subversif de l'offre publique d'acquisition. Pire, cette paralysie atteint également les autres organes sociaux.

Section 2. — *La situation des dirigeants sociaux*

12. — La société cible est comme tétanisée par le lancement de l'offre, se dirigeants sont paralysés(12). On ne vise pas là l'obligation qui leur est faite de ne pas compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information des actionnaires(13), car le respect de l'intérêt social est un devoir permanent pour les dirigeants sociaux, qu'il y ait ou non offre publique. En revanche, le fait de l'offre publique est une cause de limitation de leurs pouvoirs de gestion.

13. — Cette incidence n'est pas apparente à première lecture. L'article 3 (al. 2) du règlement n. 89-03 de la commission des opérations de bourse dispose :

« *Si les dirigeants des sociétés concernées décident d'accomplir des actes autres que de gestion courante, ils en avisent la commission afin de leur permettre de veiller à l'information du public et de faire, le cas échéant, connaître son appréciation* »(14).

---

visée pouvait augmenter son capital « *afin de faire échouer une offre ou une contre offre* » (Rapport pour 1986-987, p. 82).

(11) T. com. Bruxelles, réf., 5 janvier 1988, *Journaux des tribunaux*, 1988, p. 69 s., spéc. p. 72.

(12) M. André BRUYNEEL n'hésite pas à parler de « *paralysie partielle du conseil d'administration de la société visée* » (*op. cit.*, n. 70).

(13) Règlement n. 89-03 de la commission des opérations de bourse, art. 3, al. 1er.

(14) Cons. A. VIANDIER, *op. cit.*, n. 1157 s.

À lire ce texte, il n'interdit pas les actes de gestion courante et pose seulement une obligation d'information de la commission des opérations de bourse. En fait, le texte est généralement interprété comme proscrivant tout acte dépassant la gestion courante de la société. La pratique de l'article 3 du règlement obéit en quelque sorte à l'avance aux prescriptions de l'article 5 de la proposition de directive européenne qui fait obligation aux dirigeants, sauf autorisation de l'assemblée générale, de s'abstenir « *de décider la réalisation d'opérations n'ayant pas le caractère d'opérations courantes conclues à des conclusions normales* ». Tout revient à exiger des dirigeants sociaux qu'ils se contentent d'expédier les affaires courantes en attendant l'issue de l'offre et à les transformer en « *curateurs au ventre* ».

14. — Pire, selon une interprétation critiquable de la commission des opérations de bourse et du conseil des bourses de valeurs l'obligation perdure jusqu'à la publication des résultats de l'offre(15) :

« *Les autorités boursières précisent que la clôture d'une offre publique (d'achat ou d'échange), intervenant à l'expiration de la durée au cours de laquelle les actionnaires peuvent apporter leurs titres à l'offre, ne suspend pas toutes les obligations des parties concernées durant la période d'offre qui s'étend jusqu'à la publication de l'avis des résultats par le conseil des bourses de valeurs.*

Demeurent, en particulier, en vigueur les obligations qui imposent aux sociétés concernées :

— *de s'assurer que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social, l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées.*

— *de soumettre à l'appréciation de la commission des opérations de bourse leur décision d'accomplir des actes autres que de gestion courante,*

— *de faire preuve d'une vigilance particulière dans leurs déclarations et de soumettre à l'accord de la commission leurs communiqués et publicités.*

De même, les dirigeants de la société visée continuent de ne pas pouvoir accroître les participations d'auto-contrôle existant à la date

(15) COB, Bull. mensuel n. 231, décembre 1989, p. 36.

du dépôt de l'offre. Enfin, l'initiateur de l'offre ne peut ni céder sur le marché des titres de la société visée ni acheter ceux-ci à un prix supérieur à celui de son offre ».

Ensuite, la prescription n'est pas cantonnée aux actes accomplis au sein de la société cible ; elle gouverne tout autant les actes accomplis dans d'autres sociétés du groupe, ainsi de la cession de titres d'auto-contrôle effectuée par une sous-filiale au profit d'un tiers.

15. — On mesure l'ampleur de l'entrave apportée aux pouvoirs des dirigeants sociaux (16). Pendant plusieurs semaines (17), la marche de la société cible est considérablement gênée par l'obligation de ne pas faire pesant sur les dirigeants sociaux. Alors que le droit des sociétés fait naturellement obligation à ces mêmes dirigeants de gérer, c'est-à-dire de ses conduire en chef d'entreprise, la réglementation boursière leur retient la main et les enferme dans un rôle d'administrateur provisoire, au détriment parfois de l'intérêt bien compris de la société. Et il n'est pas faux d'affirmer qu'en certaines occurrences l'intérêt social se trouve sacrifié aux impératifs de l'offre publique d'acquisition.

16. — Car c'est le leitmotiv de ces confrontations du droit des offres publiques et du droit des sociétés : le premier a le pas sur le second. Les règles du droit des sociétés sont gauches, voire mise entre parenthèses pendant le temps de l'offre publique d'acquisition. Tout se passe comme si la réglementation boursière relevait d'un ordre supérieur de normes auquel sont asservies les autres disciplines. La conclusion est insolite ; peut-elle s'expliquer ?

Chapitre II. — L'explication des divergences

17. — La confrontation de la réglementation boursière et du droit des sociétés traduit deux divergences, l'une relative aux valeurs (Section 1) et l'autre à la nature des deux ensembles (Section 2).

---

(16) L'approche belge nous paraît plus saine qui interdit les décisions et opérations qui auraient pour objectif de priver l'offre de sa signification effective (A. Bruyneel, *op. cit.*, n. 70, p. 51).

(17) Et plus si le règlement du 21 décembre 1989 est applicable à preuve l'exemple Nestlé.

Section 1. — *Conflits de valeurs*

18. — Les valeurs que le droit des sociétés a pour mission de promouvoir ne sont pas celles que la réglementation boursière prend en charge.

19. — Le **droit des sociétés** est fondé sur le contrat. La société demeure principalement un contrat, même si le vocabulaire législatif emprunte à l'analyse institutionnelle, à preuve l'article 1832 du code civil ;

« *La société est* ***instituée*** *par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune de biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter.*

Elle peut être ***instituée****, dans les cas prévus par la loi, par l'ace de volonté d'une seule personne…* ».

Ainsi rattachée à la catégorie des contrats, la société obéit, pour sa création, son organisation et son fonctionnement à la liberté **contractuelle**. Les principes généraux du droit des contrats sont les principes généraux du droit des sociétés. Les « *causes de nullité des contrats en général* » peuvent fonder la nullité des actes et délibérations des sociétés (code civil, art. 1844-10, al. 3 — Loi 24 juillet 1966, art. 360). De même les droits de l'actionnaire sont de nature contractuelle. Cela induit diverses conséquences, notamment l'interdiction d'augmenter les engagements de l'actionnaire — autrement dit d'aggraver sa dette à l'égard de la société ou des tiers(18) — contre son gré(19). Dans un ordre d'idées voisin, la société ne peut exclure un actionnaire, lequel a un droit propre à demeurer associé(20). Ces solutions s'expliquent suffisamment par l'application de l'article 1134 du code civil(21) aux relations entre les actionnaires et la société, d'une part, et aux rapports entre actionnaires d'autre part.

---

(18) Cass. civ., 9 février 1937, DP 1937, 1, 73, note Besson.

(19) Loi 24 juillet 1966, art. 153.

(20) Sur la question de l'exclusion, cons. M. Cozian et A. Viandier, Droit des sociétés, *Litec*, 4e éd., 1991, n. 395.

(21) Code civil, art. 1134 : « *Les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites. Elles ne peuvent être révoquées que de leur consentement mutuel, ou pour les causes que la loi autorise. Elles doivent être exécutées de bonne foi.* »

20. — Mais si les valeurs protégées par le droit des sociétés sont des valeurs contractuelles, il faut observer que les principes contractuels sont tempérés par la prise en compte de **l'intérêt social.** L'intérêt social est le concept majeur du droit moderne des sociétés, il explique le pouvoir reconnu à la majorité d'imposer des points de vue, comme le pouvoir conféré au juge de sanctionner les abus de majorité, de minorité, de désigner des administrateurs provisoires, des observateurs de gestion ou des experts dits de minorité(22). À emprunter une image à Maurice Maeterlinck, l'intérêt social, c'est « *l'esprit de lois de la ruche* »(23), la synthèse des intérêts conjugués des actionnaires et de la société en tant que personne morale autonome. Constatons cependant que le rôle croissant de l'intérêt social ne remet pas en cause le fondement contractuel du droit des sociétés. L'intérêt social fait référence au caractère collectif de ce contrat, mais le contrat collectif reste un contrat. Aussi bien ne pourrait-on concevoir que les actionnaires soient par exemple obligés de participer à une augmentation de capital au nom de l'intérêt social ; leur dette a été fixée une fois pour toutes et elle ne peut être aggravée fût-ce au nom de l'intérêt bien compris de la collectivité.

21. — De son côté la **réglementation boursière** se place dans une perspective différente. En effet ce n'est plus le pacte social qui constitue le cadre et l'objet de son intervention, mais le **marché** boursier. Dans cette conception l'actionnaire s'efface derrière l'épargnant ; la « *grande illusion* » des actionnaires est dissipée(24). Plus que les relations entre actionnaires ou entre ces actionnaires et la société à laquelle ils appartiennent, ce qui importe c'est l'existence d'un marché organisé, la négociation des titres d'une société sur ce marché et la qualité d'opérateurs ou d'intervenants des actionnaires. La réglementation boursière s'efforce d'assurer l'efficacité du marché boursier, de là les impératifs de sécurité et de transparence ainsi que l'importance considérable des questions

(22) Loi 24 juillet 1966, art. 226.

(23) « *L'abeille est avant tout … un être de foule. Elle ne peut vivre qu'en tas. Elle plonge un moment dans l'espace plein de fleurs … ? mais sous peine de mort il faut qu'à intervalles réguliers elle revienne respirer la multitude.*

L'accumulation, la cité, dégage pour elle un élément invisible aussi indispensable que le miel. C'est à ce besoins qu'il faut remonter pour fixer l'esprit des lois de la ruche » (La vie des abeilles, éd. Charpentier, 1901, p. 21).

(24) G. Ripert, *op. cit.*, p. 90 s.

d'information financière ; là où un intérêt social bien compris inclinerait à la discrétion, la réglementation boursière exige la révélation. De plus, la bourse étant un instrument essentiel pour le financement des grandes entreprises, l'État — surtout dans la tradition imparfaitement libérale qui est la nôtre — ne saurait s'en désintéresser. En cela la réglementation boursière procède de l'interventionnisme économique, elle appelle la présence d'autorités administratives, plus ou moins indépendantes de l'État, elle participe de l'ordre public économique, d'où la menace de nullité des opérations accomplies en infraction avec ses dispositions.

22. — On comprend dans ces conditions que l'offre publique soit vue comme un bienfait par la réglementation boursière. Facteur d'animation de la bourse, cause de plus-values parfois importantes pour les épargnants, l'offre publique, dans une telle conception, est inutile. Au vrai le débat peut être poussé plus loin, pour signaler, notamment, le facteur de mobilité des équipes de direction que constitue l'offre publique d'acquisition ; le marché juge les performances des entreprises et l'offre publique est la sanction de ce jugement, au moins dans une conception idéale. Cela explique les positions prises par les autorités boursières systématiquement en faveur des offres publiques, alors qu'en droit des sociétés on peut parfois hésiter sur le caractère bénéfique d'une telle opération pour la cible si on la soumet au test de l'intérêt social. Là où l'intérêt social commanderait que l'offre échoue, la réglementation boursière met tout en œuvre pour qu'elle réussisse.

23. — Favorable à l'offre publique, la réglementation boursière fait de **l'égalité de traitement** des actionnaires un dogme infrangible. Ainsi la proposition de directive précitée dispose en son alinéa 3 : « *Les actionnaires se trouvant dans des situations identiques sont traités de façon égale* ». Ainsi encore l'article 3, alinéa 1er du règlement n° 89-03 de la commission des opérations de bourse commande à l'initiateur de l'offre et à la société visée de ne pas compromettre l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées. L'égalité se manifeste notamment au regard de la contrepartie offerte à ces derniers(25) : le prix par titre doit être le même pour tous. Et si la

(25) Comp. E. Wymeersch, Cession de contrôle et offre publiques obligations, *Revue*, 1991, n° 6575, spéc. p. 225.

réglementation française tolère certains écarts c'est uniquement, dans le cas d'acquisition d'un bloc de contrôle si le vendeur du bloc a consenti une clause de garantie visant un risque identifié ou s'il a accepté un règlement différé, deux circonstances dans lesquelles le prix offert aux minoritaires peut être inférieur(26). Ce principe d'égalité stricte serait justifiée par l'idée selon laquelle le contrôle, en tant qu'actif social, appartient à tous les actionnaires, lesquels ont donc vocation, comme le majoritaire, à la prime de contrôle(27). L'approche est certes habile mais on ne saurait y adhérer, la maîtrise sur le destin de la société que constitue le contrôle ne saurait être considéré comme un actif de la société, à moins de vouloir imiter l'animal fabuleux qui passait son temps à se mordre la queue. Le contrôle est une prérogative de l'actionnaire majoritaire qui lui permet d'espérer une prime par rapport à la valeur intrinsèque de la société en cas de cession. Telle est la vérité d'expérience en droit des sociétés. Ce n'est que pour les sociétés cotées, et en vertu de l'idée de marché, lequel implique l'égalité de traitement, qu'une solution inverse puisse prévaloir.

Section 2. — *Conflits de nature*

24. — Le conflit est ici moins facile à percevoir et à formuler. Partons de la réglementation boursière. On constate la diversité des sources du droit et surtout le retrait de la loi ; le système français des offres publiques n'a donné lieu qu'à trois dispositions législatives ; l'une règle le sort des autorisations d'augmentation de capital en cas d'offre publique(28), les deux autres fondent le pouvoir réglementaire du conseil des bourses de valeur(29) et de la commission des opérations de bourse(30). C'est peu. L'essentiel du dispositif se trouve ailleurs dans les règlements de ces deux instances, et leur « *jurisprudence* », leurs recommandations et instructions. Là où on attendrait le juge c'est donc un duo d'autorités administratives qui autorise les opérations, interprète se règlements, arbitre les différends. La langue utilisée n'est pas

(26) Règlement général du conseil des bourses de valeurs, art. 5.3.5.
(27) Cf. Farrar's Company Law, 2e éd., Londres, Butterworths, p. 544 s.
(28) Loi 24 juillet 1966, art. 180.
(29) Loi 22 janvier 1988, art. 6*bis* (réd. Loi 2 août 1989).
(30) Ord. 28 septembre 1967, art. 4-1 (réd. Loi 14 décembre 1985).

la langue juridique d'où les mots à sens multiple, la pluralité de termes pour une même notion, la fréquence des « *concepts mous* » ; à une sophistication technique poussée répond une qualité juridique médiocre. En vérité est-ce du droit ? L'observation, s'il est juriste, a plutôt le sentiment d'être en face de normes techniques (31) : normes parcellaires, sans ligne de synthèse, voire sans principes, sans durée, souples et malléables à merci, insusceptibles de généralisation, fondée sur un souci d'efficacité, exclusives de toute idée morale, voire de toute idée de justice, instruments de pouvoir, de sujétion au service d'autorités administratives souvent imprévisibles et peu sensibles au souci de sécurité juridique. Il y a somme toute autant de droit dans la réglementation boursière française que dans le code de la route. En cela elle tranche sur le droit des sociétés qui malgré le déclin moderne de la science juridique, n'a pas encore franchi la frontière qui sépare le droit de la réglementation. De là un évident malaise pour le juriste qui cherche à interpréter, à comprendre, handicapé qu'il est par la fréquentation des normes juridiques, et la révérence qu'il porte notamment à la sécurité juridique et à la liberté contractuelle. Habitué à avoir devant lui un juge, il doit convaincre des fonctionnaires qui n'ont pas le même langage, et qui restent discrets sur leurs motifs, de peur de se lier les mains pour l'avenir. En cela il y a, tout au moins en France, un conflit de nature entre la réglementation boursière et le droit des sociétés, qui peut expliquer certaines divergences d'approche.

*
* *

25. — Conclusion. — Les divergences évoquées plus haut contribuent à distinguer les sociétés cotées des autres sociétés. Il n'y a plus un droit des sociétés, unique et indivisible. Certaines entreprises obéissent en effet à une réglementation particulière, de caractère technique, toute entière gouvernée par l'idée de marché. La place du droit des sociétés est alors secondaire et l'éventualité de l'offre publique conduit à gauchir certaines règles et certaines solutions. L'actionnaire s'efface derrière l'investisseur, le juge derrière l'autorité administrative et l'intérêt social der-

(31) Sur la distinction des normes techniques et des normes juridiques, cons. S. Charbonneau, Arch. phil. du droit 1983, p. 283 s.

rière l'intérêt du marché. Déjà des voix se font entendre, qui veulent consacrer dans la loi du 24 juillet 1996 la division entre les sociétés dont les titres sont cotés et les autres. Il n'est pas sûr que cette voie soit la bonne car cela revient à couper l'organisation et le fonctionnement de la société anonyme des principes contractuels et à favoriser le développement d'une réglementation technique artificielle détachée de tout idéal de justice. L'heure paraît plutôt venue de réaffirmer la primauté du juridique sur le technique, du juge sur l'autorité administrative ne serait-ce que pour retrouver une liberté et une sécurité juridique que la dérive réglementaire menace gravement.

Alain VIANDIER (*)

(*) *Professeur à l'Université René-Descartes (Paris V).* Actuellement : *Professeur émérite de l'Université René-Descartes Paris V.*