

486134

J

VERS UNE HARMONISATION
DES
REGLEMENTATIONS DES OFFRES PUBLIQUES
D'ACQUISITION
AU SEIN DE LA COMMUNAUTE EUROPEENNE

Par Robert WITTERWULGHE *

Document de travail C.R.I.D.E. n° 744

UNIVERSITE CATHOLIQUE
LOUVAIN - LA - NEUVE
FACULTE DE DROIT
BIBLIOTHEQUE

* L'auteur est chargé de cours à l'Université Catholique de Louvain et aux Facultés Universitaires Saint Louis à Bruxelles.

VERS UNE HARMONISATION DES REGLEMENTATIONS DES OFFRES

PUBLIQUES D'ACQUISITION AU SEIN DE LA COMMUNAUTE EUROPEENNE.

Introduction

Divers pays membres de la Communauté Européenne ont réglementé, d'une manière ou d'une autre, les offres publiques d'acquisition. Tantôt il s'agit de règles essentiellement coutumières développées à l'initiative des milieux professionnels et financiers intéressés, tantôt il s'agit de réglementations adoptées par les pouvoirs publics. Si le phénomène de l'O.P.A. trouve son origine dans les pays Anglo-saxons et notamment en Grande-Bretagne où, depuis la deuxième guerre mondiale, il a pris une importance considérable dans le phénomène de concentration des entreprises, cette technique est aujourd'hui couramment utilisée dans plusieurs pays de l'Europe continentale. Elle est généralement liée à la volonté du promoteur de l'opération qui est d'acquérir ou de renforcer le contrôle sur une autre société. Dans certains pays cependant, elle sert parfois à des opérations financières qui ne sont pas liées à l'acquisition du contrôle mais simplement à celle d'une participation minoritaire dans le capital d'une société.

Le maintien de règles et de réglementations différentes crée des distorsions entre les Etats membres. Celle-ci sont de nature à freiner notamment la liberté d'établissement au sein de la C.E.E.; elles rendent en effet l'acquisi-

tion de sociétés plus ou moins aisée selon le type de réglementation du pays concerné.

Aussi est-il normal que, devant le développement des O.P.A., la Commission des Communautés Européennes se préoccupe de cette question et s'efforce d'harmoniser les règles en ce domaine.

Un premier pas est aujourd'hui engagé dans la voie de l'harmonisation. La Commission des Communautés Européennes a chargé le Professeur PENNINGTON d'établir un rapport sur les offres de prise de contrôle et les autres offres publiques d'achat ou d'échange. Ce rapport est aujourd'hui déposé. Il débouche sur une proposition de directive.

1.1. Le droit des sociétés, cadre de la réglementation.

Lorsqu'on aborde le problème de l'harmonisation des règles relatives aux offres publiques d'acquisition, une première question se pose, celle du cadre dans lequel ces règles doivent s'insérer. En effet, dans certains pays, certaines règles ont une base essentiellement coutumière ou professionnelle, tandis que dans d'autres, il existe une base légale plus ou moins prononcée.

M. PENNINGTON adopte dans son étude, une position de principe qui conditionne l'ensemble de son travail. Pour lui, l'O.P.A. soulève fondamentalement des questions de droit qui ne peuvent se contenter de règles essentiellement professionnelles ou du code de bonne conduite. L'efficacité commande, selon lui, une forme légale spécifique. Il constate que l'offre publique d'acquisition implique de par sa nature une série d'actes juridiques et qu'elle est une opération

beaucoup plus complexe qu'une simple vente. Les seules dispositions législatives qui régissent les ventes en général ne sont pas capables d'en assurer l'exécution régulière et loyale. Ces différents actes, que ce soient l'offre d'acquisition d'actions ou d'obligations, le transfert des titres au promoteur, le paiement du titre offert... nécessitent, selon lui, l'insertion de nouveaux articles dans le droit des sociétés des Etats membres. Tout en reconnaissant qu'il est difficile de dire dans quelle branche du droit commercial devraient être classées les O.P.A., il estime cependant que fondamentalement, celles-ci touchent à des opérations qui relèvent par essence du droit des sociétés.

Sans doute, reconnaît-il que les banques servent d'intermédiaire pour le lancement des O.P.A. et qu'en conséquence, la législation financière peut entrer en ligne de compte. De même, il constate que souvent les actions des sociétés concernées par les O.P.A. sont cotées en bourse et que, dès lors, la législation boursière elle aussi pourrait être concernée.

Néanmoins, pour lui, "les offres publiques d'achat touchent à des questions qui relèvent du droit des sociétés". L'offre a pour objet les actions ou obligations de la société visée. "Les droits qui y sont attachés et les procédures de transfert qui y sont relatives, relèvent du droit des sociétés. Lorsqu'une O.P.A. est couronnée de succès, elle a pour résultat de faire passer la société visée sous le contrôle de l'initiateur. Les droits et pouvoirs auxquels ce lui-ci peut prétendre, de même que les obligations qui lui incombent envers la société et envers les actionnaires éventuellement restants, relèvent aussi du droit des sociétés."

(1) Commission des Communautés Européennes, D.G. Marché Intérieur, Rapport Pennington, XI/56/74, p. III.

1. 2. L'axiome de M. PENNINGTON.

En conséquence, M. PENNINGTON considère qu'une réglementation des O.P.A. doit s'intégrer aux droits nationaux des sociétés. Il s'agit, selon lui, de définir des règles substantielles, précises et prescrivant d'une façon détaillée la procédure à suivre. De fait, la proposition de directive se présente comme un ensemble de dispositions qui s'efforcent de réglementer en détail le mécanisme de l'O.P.A.

Cette analyse est pour le moins sommaire et elle n'est guère convaincante. Plus qu'une véritable argumentation, nous y trouvons l'affirmation d'un "à priori" regrettable selon lequel la réglementation des O.P.A. relève du droit des sociétés. Divers arguments plaident contre cet axiome. Nous ne voulons en retenir ici que les principaux, les uns sont issus de l'analyse comparative des réglementations nationales, les autres reposent sur les exigences de l'efficacité de la règle de droit.

2.1. Un contrat sui generis.

L'analyse critique et comparative des réglementations nationales ne permet pas de conclure que systématiquement dans chacun des droits concernés, les diverses procédures de transfert des valeurs mobilières relèvent du droit des sociétés. Souvent, en effet, ces problèmes sont réglés dans le cadre général du code de commerce ou encore, dans des dispositions spécifiques à la réglementation boursière et financière. Le droit des sociétés se contente le plus souvent d'organiser le fonctionnement interne des sociétés. Il soumet, par ailleurs, l'existence des sociétés à une série

de contraintes, notamment de publicité, destinées à préserver l'intérêt des parties intéressées, tel celui des tiers qui doivent négocier avec cette personnalité morale.

M. PENNINGTON n'étudie pas les rapports juridiques complexes et variés que met en jeu la technique de l'O.P.A. Selon les modalités de l'opération, la qualification juridique de chacune des étapes diffère cependant très sensiblement. Ne prenons pour exemple que le mode de paiement. Ainsi, sous le couvert de l'offre publique d'échange se cachent des réalités juridiques diverses qui vont du contrat d'échange à la souscription publique par apport en nature. Lors de l'examen des opérations réalisées par la technique de l'offre publique, nous avons ainsi pu conclure que, sous une apparente similitude, il existe une diversité tant de types contractuels que de réalités économiques. (1)

De là, à vouloir insérer la réglementation des offres publiques d'acquisition dans le cadre du droit des sociétés, il y a un fossé important à ne pas franchir.

L'offre publique d'acquisition est un contrat sui generis, reposant sur diverses dispositions juridiques des droits nationaux. Les organes de contrôle qu'ils soient de type professionnel ou public sont intervenus pour combler les lacunes et modifier les principes généraux du droit, en créant des exigences nouvelles. Il s'est ainsi créé, dans chaque État concerné, une forme de droit prétorien qu'il est bien difficile de rattacher au droit des sociétés.

(1) R. WITTERWULGHE, L'offre publique d'acquisition au service d'un marché des sociétés, Bruxelles La Renaissance du Livre, 1973, p. 63.

2.2. Un droit prétorien.

On pourrait épiloguer longuement sur le sens du terme harmonisation. Sans vouloir entrer dans pareille discussion, il est néanmoins légitime de se demander si, lorsqu'il s'agit d'harmoniser, il ne faut pas partir du construit juridique existant dans les différents pays membres. Si nous examinons les différentes expériences des Etats en matière d'offre publique d'acquisition, nous devons constater qu'il y a une grande similitude au niveau du caractère fondamental. PENNINGTON semble cependant avoir été plus sensible aux différences. Il estime qu'elles sont considérables au niveau des normes prescrites dans chaque Etat.

A la source de ces normes, nous trouvons en Grande-Bretagne, en Belgique, en France ou en Italie, l'oeuvre prétorienne d'un organe public ou professionnel dont la mission est liée au fonctionnement des marchés financiers.

En France, la procédure des offres publiques d'acquisition est définie dans le règlement général de la Chambre syndicale des agents de change et les principes à respecter sont de la compétence de la Commission des opérations de Bourse. En Grande-Bretagne, les dispositions qui régissent les offres publiques d'acquisition sont contenues en partie dans le "Prevention of Fraud" et dans les règles du Stock Exchange, mais surtout dans le "City Code on Take-Over and Mergers".

En Belgique, les offres publiques d'acquisition sont soumises au contrôle préalable de la Commission Bancaire qui a défini la procédure à suivre ainsi qu'une série de principes à respecter. Sa compétence en matière d'O.P.A. s'inscrit dans le cadre de celle dont elle dispose à l'égard

des émissions publiques. De même en Italie, nous constatons que le code de conduite a été institué par les autorités de la Bourse de Milan en décembre 1971. Sans doute, aux Pays-Bas, ce ne sont pas les milieux financiers et boursiers sensu-stricto qui se trouvent à la base du code de bons usages. Celui-ci a été défini en 1971 par le Sociaal Economische Raad, conseil économique semi-public qui représente néanmoins, les intérêts des différents milieux professionnels concernés, y compris cette fois ceux des travailleurs.

Ce "droit" des O.P.A. se présente donc comme un droit professionnel, fruit de l'expérience de milieux financiers, soit privés, soit publics.

2.3. Un droit instrumentaliste.

Ces différents "droits des O.P.A." se caractérisent par un aspect instrumentaliste prononcé. Toute règle de droit a, comme le note J. DABIN, une fonction instrumentale, en ce sens que c'est "en tant que moyen qu'elle a valeur et pour autant qu'elle réalise le but, le but du droit." (1) Ce caractère est particulièrement accentué en matière des règles économiques et financières. Celles-ci se présentent, en effet, comme "un instrument destiné à exercer le plus efficacement possible une certaine fonction vis-à-vis de l'économie" (2). Ce qui va se traduire par une grande mobilité, un caractère disciplinaire plus ou moins prononcé et une grande plasticité des concepts (3).

(1) J. DABIN, Théorie Générale du Droit, Paris, Dalloz, 1969 p. 213.

(2) A. JACQUEMIN et G. SCHRANS, Le droit économique, Paris, P.U.F., 1974, deuxième édition, p. 96.

(3) A. JACQUEMIN et G. SCHRANS, Op. cit., pp. 97 et suivante

Lorsque nous analysons les différentes réglementations, qu'elles reposent sur une base législative ou essentiellement professionnelle, nous retrouvons chaque fois ces caractéristiques à des degrés divers. A la base de ces différentes règles, nous trouvons un organisme soit professionnel, soit public qui dispose d'une large marge d'appréciation dans la définition des principes et de la procédure à suivre. Plutôt que des règles substantielles et précises, ces organes ont défini de grands principes fondamentaux qui se traduisent dans des règles de procédure sujettes à interprétations et à modifications. Ce caractère instrumentaliste est même parfois poussé à l'extrême. Il en est ainsi en Belgique où la Commission Bancaire s'est toujours refusée à élaborer jusqu'à présent, un code de bonne conduite et se contente, dès lors, d'organiser les offres publiques d'acquisition de manière essentiellement pragmatique.

2.4. L'efficacité de la règle.

Ces caractéristiques que nous trouvons dans chacune des réglementations nationales des O.P.A. s'expliquent par le souci d'efficacité face à une situation économique évolutive. Elles expriment "la nécessaire adéquation des réponses juridiques au problème économique" (1).

La position adoptée par PENNINGTON nous semble paradoxale. Sous prétexte d'efficacité, il entend insérer la technique des O.P.A. dans un droit des sociétés qui définisse des règles substantielles précises et détaillées, c'est-à-dire dans un ensemble statique. Il reconnaît néanmoins, que l'O.P. constitue un de ces phénomènes économiques en pleine évolution

(1) A. JACQUEMIN et G. SCHRANS, Op. cit., p. 97.

Ce n'est pas sans raison que R. SAVATIER insiste sur la puissance de chaque intervention du droit en matière économique et sur le danger "d'anéantir un marché au sens économique du mot" (1).

L'adoption d'un droit rigide, précis et détaillé dans une matière économique évolutive est de nature à mettre en péril le type d'opérations qu'elle entend réglementer. Si l'on enferme la technique de l'offre publique d'acquisition dans un cadre étroit et fixe, on risque soit de détourner les entreprises de ce type d'opérations au profit de nouveaux modes de croissance d'acquisition de contrôle, soit de voir la règle de droit elle-même non respectée et détournée systématiquement de sa finalité, comme c'est le cas dans certains pays en ce qui concerne le droit des sociétés.

Il ne faut pas oublier que "la règle juridique existe en vue d'une fin distincte et supérieure, qu'elle pourrait très bien ne pas atteindre, qui pourrait être atteinte aussi par d'autres voies, en sorte que la question peut toujours se poser pour le législateur de l'utilité de sa disposition ou même de son intervention en l'espèce" (2).

La règle de droit a ses propres exigences d'efficacité; elle doit être avant tout praticable et maniable (3).

(1) R. SAVATIER, Les métamorphoses économiques et sociales du droit privé d'aujourd'hui, Paris, Dalloz, 1959, p. 115.

(2) J. DABIN, Op. cit., p. 213.

(3) Voir sur cette notion de praticabilité du droit, F. GENY, Science et technique en droit privé positif, 4 volumes, Paris, 1914 à 1925.

L'adoption d'une réglementation souple et évolutive n'empêche pas le recours à des sanctions. Celles-ci peuvent aller de la simple sanction morale avec information du public à des sanctions pénales spécifiques. La réglementation adoptée en France en est un exemple. A côté des sanctions essentiellement morales, il existe des sanctions pénales destinées à réprimer des manquements à des points bien précis. Il en est ainsi notamment des manipulations réalisées par des initiés.

C'est la conclusion à laquelle aboutit d'ailleurs I. FRASER, ancien Directeur Général du Panel on Take-Overs and Mergers, lorsqu'il analyse l'expérience anglaise. Dans l'ensemble, estime-t-il, la codification disciplinaire s'est avérée suffisante et efficace. Seuls certains points spécifiques exigent une règle de droit formelle. Il cite notamment le problème des initiés (1).

L'expérience de la Commission bancaire belge est par ailleurs là pour démontrer qu'avec un simple pouvoir moral, il est possible de réglementer fort efficacement les émissions publiques et plus particulièrement, les offres publiques d'acquisition (2).

2.5. Une source commune.

Si nous poussons l'analyse plus loin et que, de la forme, nous passons au fond, nous devons constater que, dans

(1) I. FRASER, Balance Sheet on Take-Overs, in I.E.A. Readings 10, Mergers, Take-Overs and the Structure of Industry, London, The Institute of Economic Affairs, 1973, p. 65.

(2) A. BRUYNEELS, La Commission bancaire belge, Banque, n° 304 février 1972, p. 134.

les faits, chacune de ces réglementations s'inspire des mêmes sources. Que ce soit directement ou indirectement, les diverses règles adoptées au sein des pays membres, se réfèrent toutes au City Code on Take-overs and Mergers. Ceci s'explique aisément, si l'on tient compte de ce que la pratique britannique est incontestablement la plus développée et dispose, dès lors, de la plus longue expérience en ce domaine. Dans chacune des réglementations, nous retrouvons exprimés, selon des modalités différentes, les principes généraux qui constituent l'essence même du City Code on Take-overs and Mergers. Faut-il rappeler que lors de la présentation de la nouvelle réglementation des offres publiques d'achat ou d'échange du 21 janvier 1970, Monsieur Valéry Giscard d'Estaing, Ministre de l'Economie et des Finances s'est référé à la réglementation anglaise des O.P.A. (1).

Par ailleurs en Belgique, il n'est guère contesté que la Commission Bancaire s'inspire aussi de l'expérience anglaise. Ceci apparaît dans ses rapports annuels où elle se réfère à plusieurs reprises au City Code on Take-overs and Mergers (2).

Si le code des bons usages défini par le Sociaal Economisch Raad va plus loin que le City Code, puisqu'il contient un ensemble de règles destinées à assurer la protection des travailleurs, il n'en reste pas moins qu'en ce qui concerne la protection des intérêts des actionnaires, il trouve directement sa source dans les principes du City Code anglais (

-
- (1) Ministère de l'Economie et des Finances, la réglementation des offres publiques d'achat ou d'échange, service de l'information, S.I., Mesures Nouvelles, Direction du Trésor Direction 1/70/5.
 - (2) Voir à ce propos, R. WITTERWOLGHE, L'Offre publique d'acquisition au service d'un marché des sociétés, Bruxelles, La Renaissance du Livre, 1973, p. 233 et suivantes.
 - (3) Voir à ce propos, M.P. SANDERS, De Draagsregelen bij fusie Het eerste S.E.R.-advies van 30 januari 1970 de Waamloc

Quant au code de bonne conduite défini par la Bourse de Milan en décembre 1971, il est difficile de nier qu'on y retrouve plusieurs principes consacrés à l'expérience anglaise.

Il est étonnant de constater que la proposition de directive établie par PENNINGTON n'estime pas opportun de définir d'abord les grands principes fondamentaux à respecter en matière d'offre publique d'acquisition. Après quelques articles consacrés aux définitions essentielles, la proposition de directive se contente de définir dans une série d'articles, les règles techniques et la procédure à respecter en matière d'offre publique d'acquisition.

Lorsqu'on veut harmoniser les règles existantes, est-il opportun de vouloir modifier profondément ce qui existe dans chacun des états membres ? La proposition PENNINGTON implique plus qu'une simple harmonisation. Elle propose une restructuration fondamentale des règles relatives aux offres publiques d'acquisition dans un droit précis et détaillé.

3.1. La nécessité d'une analyse interdisciplinaire droit-économie.

Pour construire son projet de directive, PENNINGTON se limite à une brève analyse juridique des réglementations existantes. Il néglige toute analyse économique du phénomène de l'O.P.A. Tout au plus, souligne-t-il que ce processus sert quasi essentiellement au transfert du pouvoir de contrôle des sociétés anonymes.

Il nous paraît essentiel, pour assurer efficacement la protection des actionnaires, de replacer cette technique dans le contexte d'une économie de marché. L'élaboration

de la règle de droit implique la prise en considération de l'ordre public économique. "En tout état de cause, qu'il préside à l'ordre, qu'il coordonne des activités ou qu'il gère les services, l'Etat n'a en vue le bien particulier de personne, d'aucun individu, d'aucune catégorie ou classe; même quand, pour remédier à certains déséquilibres, il défend les droits et intérêts d'individus ou de groupes déterminés au sein de la communauté, c'est le bien général impersonnel des membres de la communauté qui motive et qui doit motiver ses démarches." (1). L'intervention du législateur en vue d'assurer l'intérêt des actionnaires doit donc tenir compte d'une certaine coordination rationnelle des activités qui est dans l'intérêt du bien public économique. A défaut de ce faire, on verse dans ces excès de certaines législations économiques évoquées par TULLOCK qui créent des privilèges exorbitants en faveur de certains groupes (2).

3.2. Un instrument de transfert du contrôle.

En conséquence, tant l'efficacité que les exigences propres de la règle de droit commandent dans ces matières économiques une analyse du phénomène que l'on veut réglementer.

Du point de vue économique, le problème doit s'apprécier au niveau du marché des capitaux. En théorie économique, celui-ci a la fonction d'allouer les ressources financières nouvelles vers les utilisateurs les plus efficients. Il est supposé exercer ainsi directement un contrôle

(1) J. DABIN, Op. cit., p. 222.

(2) Gordon TULLOCK, The Logic of the Law, New-York, Basic Books, 1971 (P 13).

de l'efficacité de la gestion des entreprises. Bien plus, on lui attribue aussi une fonction de réallocation des ressources financières vers l'entrepreneur le plus efficient. En effet, aux arguments qui démontrent la faiblesse du marché des produits à discipliner les entrepreneurs, on a répondu que, même s'il existait une position monopolistique, le marché des capitaux serait néanmoins un moyen suffisamment efficace pour allouer ce pouvoir de monopole à celui qui en ferait le meilleur usage. Ainsi, selon ALCHIAN et KESSEL, aussi longtemps qu'il existe un libre marché du capital, une situation imparfaite sur le marché des produits n'implique pas une différence de qualité dans la gestion des entreprises qui serait fonction des conditions de compétitivité sur le marché des produits (1).

Traditionnellement, le marché boursier est considéré comme l'instrument privilégié du marché des capitaux. En assignant de hauts prix aux actions des entreprises les mieux gérées, il facilite pour celles-ci l'accès au marché des capitaux en leur permettant d'y trouver les fonds nécessaires à des conditions plus avantageuses. Par contre, les entreprises moins bien gérées sont "punies" en ne trouvant des fonds qu'à des conditions plus sévères. Selon le processus économique de sélection, ces entreprises inefficaces seront éliminées. Il y aura mise en liquidation ou faillite de la société et, par ce biais, réallocation des actifs.

La cotation boursière est réputée jouer le rôle d'un baromètre de l'efficacité de la gestion des entreprises. Le cours de l'action est censé représenter la valeur de la société. Classiquement, il est en effet admis que le

(1) A. ALCHIAN and R. KESSEL, Competition, Monopoly and the Pursuit of Pecuniary Gain, in Aspects of Labor Economics, Princeton, National Bureau of Economic Research, 1962, p. 160.

UNIVERSITE CATHOLIQUE
LOUVAIN - LA - NEUVE
FACULTE DE DROIT
BIBLIOTHEQUE

cours est fonction du profit brut escompté de la société dans le long terme, compte tenu de la politique actuelle et attendue des dirigeants.

Le marché boursier permet, par ailleurs, à l'épargnant, détenteur de liquidités monétaires, de les transférer en actifs financiers tandis que d'autres épargnants transforment le cas échéant leurs actifs financiers en liquidités monétaires. Comme le note fort justement Robin MARRIS, le marché boursier est conçu pour traiter des titres de rentiers, c'est-à-dire des valeurs mobilières dont on attend essentiellement un rendement (1). De surcroît, lorsqu'on analyse dans la pratique le rôle du marché boursier, on constate qu'il n'exerce que fort imparfaitement sa mission de discipline des entreprises. Par ses cotations, il ne reflète que dans une certaine mesure la valeur relative des entreprises. W.J. BAUMOL a montré que cette faiblesse du marché boursier réside principalement dans le comportement des sociétés d'une certaine importance qui évitent de recourir au marché boursier et préfèrent lui substituer une source de financement moins contraignante : l'autofinancement (2).

Le marché boursier a donc un rôle limité en tant qu'instrument du marché des capitaux et exerce celui-ci de manière imparfaite. En toute hypothèse, il n'est guère organisé, ni capable de jouer ce rôle de réallocation des ressources que ALCHIAN et KESSEL imputent au marché des capitaux. Ce n'est pas le marché boursier qui est à même de déplacer les dirigeants et de réallouer l'entreprise vers d'autres managers plus efficaces.

(1) R. MARRIS, The Economic Theory of Managerial Capitalism, London, MacMillan, 1967, p. 23.

(2) W. J. BAUMOL, The Stock Market and Economic Efficiency, New-York, Fordham Univ. Press, 1965, p. 1.

3.3. Le marché des sociétés, instrument d'une meilleure allocation des ressources.

Un autre instrument est donc nécessaire : le marché des sociétés. Son objet est d'opérer le transfert du pouvoir de gérer une société. L'ensemble des actifs productifs est cédé à de nouveaux dirigeants qui peuvent les réallouer selon une nouvelle politique de gestion, sans que ces actifs ne soient au préalable liquidés. Du point de vue juridique, la société garde sa personnalité et sa vie n'est pas mise en cause.

Jusqu'à présent, ce marché n'est pas organisé systématiquement. L'O.P.A. en est l'instrument privilégié. En effet, cette technique est étroitement liée à l'acquisition ou au renforcement du contrôle sur des sociétés, au point que certaines réglementations n'envisagent le recours à l'O.P.A. que dans ce cas. Cette optique est d'ailleurs adoptée par PENNINGTON. "Une offre d'achat ou d'échange publique ne doit faire l'objet de règle particulière ne s'appliquant pas aux ventes d'actions négociées selon les méthodes classiques sur le marché boursier ou en dehors de celui-ci, que si l'offre en question combinée à des offres semblables successives ou accompagnées de cessions de gré à gré, a des chances d'aboutir à ce que le contrôle de la société visée soit finalement transféré à la société offrante" (1).

Il existe néanmoins d'autres moyens pour transférer le contrôle. Au sein des pays du Marché Commun, l'acquisition directe d'une participation de contrôle auprès de l'actionnaire majoritaire est une technique fréquemment utilisée

(1) Rapport PENNINGTON, Op. Cit., p. 73.

Parfois aussi, le mécanisme de la Bourse est dévié de sa finalité et sert à ramasser systématiquement un montant de titres suffisant pour assurer le contrôle sur l'entreprise.

Chacun de ces moyens opère donc selon des modalités spécifiques une redistribution du pouvoir de gérer une société. Dans de pareilles opérations, comme le notaient BERLE et MEANS, le véritable objet du marché n'est pas constitué par les valeurs mobilières transférées mais bien par le pouvoir de contrôle qui y est lié (1). Une constatation identique conduit H.G. MANNE à considérer que le contrôle constitue un véritable actif évaluable et négociable sur un marché particulier, moyennant un prix dénommé prime de contrôle (2). Du point de vue économique, la fonction fondamentale de ce marché des sociétés est d'assurer une meilleure réallocation des ressources productives. Il lui incombe d'exercer un processus de sélection des dirigeants, au terme duquel le déplacement du pouvoir de gérer la société se réalise au profit des dirigeants les plus efficaces.

Cependant, toutes les techniques de transfert du contrôle des sociétés n'aboutissent pas nécessairement à ce résultat. Ainsi que nous l'avons analysé par ailleurs, l'acquisition du pouvoir de contrôle par cession directe ou ramassage en Bourse ne remplit pas les conditions d'une réallocation efficace des ressources productives. Ces deux techniques opèrent une simple redistribution en faveur des nouveaux détenteurs des avantages liés au contrôle. Ceux-ci ont pour origine les imperfections qui règnent sur les marchés et qui

(1) A. BERLE et G. MEANS, The Modern Corporation and Private Property, New-York, Maccourt, 1967, p. 216.

(2) H. G. MANNE, Mergers and the market for corporate control J.P.E., Avril 1965, p. 110.

laissent à la disposition des actionnaires de contrôle, la jouissance discrétionnaire d'un surplus.

Dans ces hypothèses, la transaction a pour objet la propriété de ce surplus. Rien ne permet d'affirmer qu'il en résulte une meilleure allocation des ressources productives et que l'efficacité du système est améliorée.(I)

Par contre, le marché des sociétés réalisé par le biais de la technique de l'O.P.A. est à même d'opérer cette fonction efficacement, dans la mesure où il est organisé pour opérer de manière suffisamment parfaite. L'objet de la transaction est constitué par l'ensemble des actifs de l'entreprise en ce compris la valeur du contrôle. Il est acquis auprès de ceux qui en sont juridiquement les propriétaires, en l'occurrence, la masse des actionnaires. Les dirigeants inefficients qui poursuivent une fonction d'utilité directorielle peuvent être déplacés même contre leur volonté et remplacés par de nouveaux. Le processus de sélection décrit par ALCHIAN et KESSEL va allouer le surplus à ceux qui poursuivent une fonction de maximisation du profit. Il en résulte un effet favorable du point de vue de l'allocation optimale des ressources.

3.4. Le marché des sociétés moyen de protection des actionnaires.

Le marché des sociétés réalisé par l'O.P.A. opère une seconde fonction qui correspond aux préoccupations de protection des actionnaires poursuivies par PENNINGTON. Il permet à l'ensemble des actionnaires de décider à la majorité de la cession de la société à un tiers. Il opère ainsi une réaffectation de la valeur du surplus en faveur de l'ensemble

des actionnaires sous forme d'une prime qui leur est payée. Cette question de l'affectation au sein de l'entreprise est un problème de justice distributive étranger à celui de l'allocation efficace des ressources. Du point de vue économique de l'optimum au sens de Pareto, pareille répartition est indifférente. En effet, il importe peu que l'appropriation du profit résultant des imperfections du marché se fasse par les actionnaires ou les dirigeants. L'inefficacité dans l'allocation des ressources est toujours présente. Cette redistribution par contre s'insère dans l'optique de la règle du droit des sociétés où l'entreprise est réputée appartenir à l'ensemble des actionnaires. La prime représentative de la valeur du contrôle constitue un actif de la société et donc une part de la propriété des actionnaires. Par le biais du marché des sociétés, ils obtiennent la part de cet actif qui leur revient. La prime de contrôle étant une évaluation des avantages liés à ce pouvoir est un élément de la propriété. En tant que partie de l'actif de la société, elle revient à l'ensemble des actionnaires.

3.5. Vers l'institutionnalisation d'un marché des sociétés.

Que ce soit pour assurer une allocation plus efficiente des ressources ou pour opérer une redistribution des surplus de l'entreprise à l'ensemble des actionnaires, l'O.P.A. apparaît chaque fois comme la meilleure technique pour assurer les objectifs du marché des sociétés.

PENNINGTON semble implicitement partager cette opinion, du moins en ce qui concerne la protection des actionnaires. Le projet de directive dépasse en effet la simple réglementation de l'O.P.A. Il aboutit indirectement à institutionnaliser un marché des sociétés, en obligeant en certain

cas le recours à la technique de l'O.P.A. L'article 4 de la proposition de directive stipule, en effet, qu'il y a obligation pour une personne physique ou morale de lancer une offre publique d'acquisition générale, c'est-à-dire portant sur l'ensemble des titres dans trois hypothèses :

- a) Lorsqu'on possède un nombre d'actions d'une société, qui confèrent au moins 40 % des droits de vote pouvant être exercés à l'assemblée générale
- b) Lorsque dans les douze mois qui précèdent, on a acquis un montant de titres de nature à conférer au moins 20 % des droits de vote qui peuvent être exercés à l'assemblée générale.
- c) Lorsque l'on passe à l'accord de l'acquisition de titres d'une société de nature à donner à l'acquéreur un contrôle majoritaire, c'est-à-dire au moins 50 % des droits de vote.

Ce principe n'est pas propre à la proposition PENNINGTON. Il se retrouve dans certaines réglementations nationales récentes. Il existe dans le City Code. Depuis 1973, le règlement de la compagnie des agents de change le consacre aussi. La commission bancaire belge s'efforce, par ailleurs, de manière informelle, de recommander le recours à une offre générale lors de cession de bloc de contrôle.

Dans la pratique, il faut cependant remarquer que les modalités d'application diffèrent. Avant la révision de juin 1973, le City Code prévoyait l'obligation de lancer une offre publique générale pour tout acquéreur d'une participation qui conférait un contrôle de fait sur une société (Rule 34), et en parallèle, l'obligation pour les administrateurs d'une société qui envisagent de transférer leur bloc de contrôle, d'exiger de l'acquéreur le lancement d'une O.P.A. adressée à

l'ensemble des actionnaires (Rule 10). La révision du code intervenue en juin 1974 a remplacé cette notion qualitative de contrôle effectif par une notion quantitative. Désormais, l'obligation de lancer une O.P.A. générale est subordonnée à l'acquisition de 30 % des droits de vote.

En France, à plusieurs reprises, la Commission des opérations de bourse s'était inquiétée du sort des actionnaires minoritaires lors de cession de bloc de contrôle. Depuis 1973, le règlement de la compagnie des agents de change oblige celui qui acquiert une participation donnant un contrôle effectif de lancer soit une O.P.A., soit de se porter acquéreur en bourse durant dix séances boursières de toutes les actions qui se présentent après en avoir avisé la chambre syndicale des agents de change.

CONCLUSIONS

UNIVERSITE CATHOLIQUE
LOUVAIN - LA - NEUVE
FACULTE DE DROIT
BIBLIOTHEQUE

Les exigences de la règle de droit et celles de l'efficacité économique plaident pour une réglementation souple des offres publiques d'acquisition. L'expérience de plusieurs pays de la Communauté en cette matière confirme l'intérêt et la nécessité d'un tel type de règles.

Une harmonisation doit s'appuyer sur les expériences nationales en lieu et place d'imposer un mécanisme législatif rigide et détaillé, difficile à manier et qui, somme toute, a peu de chances, à bref délai, de passer dans les législations nationales.

On pourrait imaginer de créer, de manière plus ou moins informelle, un "Panel" au niveau communautaire qui grouperait des représentants des divers organes publics ou professionnels qui interviennent dans la réglementation des O.P.A. de chacun des Etats membres. Ce Panel aurait pour mission de définir et d'interpréter un ensemble de principes fondamentaux qui constituerait le code européen de bonne conduite. Chaque organe national de contrôle s'engagerait à le faire respecter.

Ce travail de codification informel serait aisé à réaliser. On constate, en effet, que les réglementations nationales existantes s'inspirent des mêmes sources. Ce code pourrait être complété par l'une ou l'autre règle de procédure jugée essentielle par le Panel. Compte tenu des principes généraux et des caractéristiques nationales spécifiques, il appartiendrait, en outre, à chaque organe national de préciser les règles organisant concrètement le marché des sociétés.

Cette voie n'exclut cependant pas que certaines modifications devraient intervenir dans les législations nationales. Mais celles-ci seraient limitées à quelques points précis pour lesquels une norme stricte et éventuellement une sanction de type pénal s'impose. L'harmonisation impliquerait en effet l'insertion dans les droits nationaux de l'une ou l'autre règle fondamentale. Ainsi, les législations de chaque Etat membre devraient consacrer le principe du marché des sociétés et le recours obligatoire à la technique de l'O.P.A. lors de la cession du contrôle d'une société par transfert d'actions. Parmi d'autres problèmes, celui des initiés, c'est-à-dire, de ceux qui jouissent d'une information privilégiée au sein d'une société, devrait lui aussi être réglementé dans un cadre législatif strict.

Ces interventions législatives devront être guidées par le souci d'assurer aux justiciables un minimum de sécurité juridique. Ce type de règles souples, évolutives et disciplinaires que nous prônons en matière d'O.P.A. se trouve en effet au coeur du conflit traditionnel entre la sécurité juridique et l'efficacité économique (1). Comme le défend J. DABIN dans une dialectique séduisante pour l'économiste habitué aux analyses coût-bénéfice, ce domaine est une question de mesure; il s'agira d'analyser dans chaque cas si le manque de sécurité juridique est moins préjudiciable au bien public qu'une norme trop stricte (2).

"Il n'est pas interdit de tendre au maximum de sécurité compatible avec la souplesse, en traitant par le procédé de la loi les matières qui réclament avant tout une norme sûre" (3).

(1) A. JACQUEMIN et G. SCHRANS, Op. cit., p. 30.

(2) J. DABIN, Op. cit., p. 256.

(3) " " , Op. cit., p. 279.