

Les recours des initiateurs d'offres publiques confrontés aux moyens de défense anti-OPA

Eric Cafritz

Avocat à la Cour

Avocat au Barreau de New York

Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson (Europe)

Olivier Genicot

Avocat au Barreau de New York

Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson (Europe)

La loi relative aux offres publiques d'acquisition (la loi OPA), dont l'objet est de transposer en droit français la directive européenne n° 2004/25/CE, a été promulguée le 1^{er} avril 2006¹ (la Directive). Le 18 septembre de la même année le nouveau règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) était homologué en application des nouvelles dispositions législatives.

D'inspiration libérale, la Directive s'oppose à toute mesure destinée à faire échouer une offre publique². En France, la transposition de la Directive est intervenue dans un contexte marqué par l'essor du « *patriotisme économique* », et plusieurs amendements gouvernementaux en ont successivement modifié l'esprit en intégrant, dans la loi OPA, un certain nombre de dispositions visant à protéger les sociétés françaises contre d'éventuelles prises de contrôle³.

C'est ainsi que, durant l'été 2005, suite aux mouvements constatés sur les cours de l'action *Danone* et sur fond de rumeurs d'une offre publique susceptible d'être initiée par la société *Pepsico*, le gouvernement a déposé un amendement visant à obliger toute

personne qui prépare une offre publique à déclarer ses intentions au marché à l'instar des dispositions prévues au Royaume-Uni par le « *Takeover Panel* »⁴.

Après l'adoption du décret sur les investissements étrangers⁵ et concomitamment à l'offre publique d'acquisition inamicale initiée en février 2006 par *Mittal Steel* sur *Arcelor*, le gouvernement a fait adopter un nouvel amendement visant à autoriser l'émission de bons de souscription d'actions (BSA) ou « *bons d'offre* » par les sociétés visées par une offre publique⁶. L'émission de bons d'offre permet aux actionnaires existants d'acquérir des actions nouvelles à un prix préférentiel, ce qui occasionne un risque de dilution susceptible de rendre la prise de contrôle plus onéreuse. Dans la pratique, ce moyen de défense vise à pousser les parties vers la table des négociations et surtout à inciter l'initiateur à améliorer les termes de son offre.

Bien que la cible apparaisse relativement « *désarmée* »⁷ suite à la neutralisation des clauses statutaires prévoyant des restrictions au transfert d'actions⁸, elle n'est pas pour autant totalement dépourvue de

1 A. 18 sept. 2006, portant homologation des modifications du règlement général de l'AMF : *JO*, 28 sept. 2006, p. 14210.

2 Comme l'illustre le dix-neuvième considérant de la Directive qui énonce que « Les États-membres devraient prendre les mesures nécessaires pour donner à tout offrant la possibilité d'acquérir un intérêt majoritaire dans d'autres sociétés et d'en exercer pleinement le contrôle. À cette fin, les restrictions au transfert de titres et aux droits de vote, les droits spéciaux de nomination et les droits de vote multiple devraient être supprimés ou suspendus pendant la période d'acceptation de l'offre et lorsque l'assemblée générale des actionnaires arrête des mesures de défense, décide de modifier les statuts de la société ou décide de révoquer ou de nommer des membres de l'organe d'administration ou de direction lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre ».

3 Comme le déclarait M. Charlie McCreevy, membre de la Commission européenne chargé du Marché intérieur et des services, suite à la publication le 27 février 2007 d'un rapport de la Commission européenne au sujet de la transposition par les États-membres de la Directive : « *Trop d'États-membres rechignent à lever les obstacles existants et certains donnent même aux entreprises davantage de pouvoir pour contrer les offres d'achat. L'attitude protectionniste de certains semble avoir eu un effet d'entraînement sur d'autres. Si cette tendance se poursuit, il y a un risque réel que les entreprises qui lancent une offre publique d'achat seront confrontées à davantage d'obstacles, et non à moins. Cela va complètement à l'encontre de l'idée même de la Directive* » (Communiqué de la Commission européenne en date du 27 février 2007 sur le « *Commission Staff Working Document - Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids* » en date du 21 février 2007 (*SEC*, 2007, 268).

4 Règl. gén. AMF, art. 223-32. Pour une illustration récente de la mise en œuvre de ce dispositif, v. Déc. AMF n° 207C0058, 9 janv. 2007 et n° 207C0159, 19 janv. 2007, relatives aux rumeurs parues dans la presse sur une éventuelle offre publique de *Artémis* sur *Suez*.

5 D. n° 2005-1739, 30 déc. 2005, réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier.

6 C. com., art. L. 233-32, II.

7 « Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 », H. Le Nabasque, *Rev. sociétés*, 2006, p. 237.

8 C. com., art. L. 233-34.

moyens de défense⁹. Que celles-ci soient mises en œuvre par l'assemblée générale des actionnaires¹⁰ ou, en cas de jeu de la clause de réciprocité¹¹, par le conseil d'administration de la société cible, qu'elles résultent ou non de dispositions spécifiques du Code de commerce, telles que celles autorisant l'émission des « *bons d'offre* », ces mesures de défense n'en doivent pas moins respecter les principes fondamentaux du droit boursier inscrits dans le règlement général de l'AMF et interprétés par la jurisprudence des autorités de marché et de la cour d'appel de Paris.

À défaut, les intervenants à une offre publique, dont l'initiateur, disposent d'un certain nombre de recours pour obtenir qu'il soit mis fin à des mesures de défense illicites ou déloyales. Ils peuvent ainsi solliciter de l'AMF qu'elle use de son pouvoir d'injonction. En cas d'inertie ou de refus d'agir de la part de l'AMF, les recours en justice offrent alors une voie jusqu'ici peu explorée en France (I). Il est, à cet égard, instructif d'examiner l'abondante jurisprudence engendrée à ce titre aux États-Unis et plus particulièrement dans l'État du Delaware (II).

I - Les recours en droit français

A - L'article 1382 du Code civil

Qu'il s'agisse de recours de nature administrative engagés devant l'AMF et visant à lui faire exercer son pouvoir d'injonction¹², ou de ceux portés contre les décisions de cette dernière devant la cour d'appel de Paris¹³, la simple menace d'une action civile sur le

fondement de la responsabilité délictuelle, constitue une arme propre à dissuader les sociétés cibles de mettre en place des mesures de défense peu respectueuses des principes fondamentaux du droit boursier.

Une telle action dont l'objet est d'obtenir réparation d'un préjudice, y compris s'il se caractérise par la perte d'une chance, offre de manière analogue aux « *temporary restraining orders* » ou « *preliminary injunctions* » américains, la possibilité de demander par voie de référé au président du tribunal compétent de prendre toutes les mesures conservatoires qui s'imposent eu égard à l'imminence du dommage ou au caractère manifestement illicite du comportement de la cible, et cela en dépit d'une contestation sérieuse sur le fond¹⁴.

Grâce à ces dispositions, l'initiateur d'une offre publique devrait ainsi pouvoir réclamer au juge des référés qu'il soit enjoint au conseil d'administration d'une société cible de mettre fin à des manœuvres frauduleuses ou des mesures de défense illicites. L'article 1382 du Code civil permet en outre à un intervenant s'estimant lésé par la mise en œuvre d'une mesure de défense, de réclamer l'octroi par le juge de dommages et intérêts, la compétence de l'AMF se limitant au prononcé de sanctions administratives¹⁵ et ne s'étendant pas à l'indemnisation des victimes¹⁶.

Contrairement aux États-Unis où ces actions se fondent sur une violation du droit des sociétés, un tel recours en droit français trouve généralement sa source dans un manquement à l'un des principes fondamentaux du droit boursier, tels que le principe du libre jeu des offres et des surenchères¹⁷ ou celui de transparence et d'intégrité du marché¹⁸.

Le recours à l'article 1382 du Code civil suppose que soient réunis les éléments suivants : (i) un comportement fautif : en l'espèce, la violation des règles de droit

9 Avant même la transposition de la Directive, le droit pour l'assemblée générale des actionnaires d'adopter des mesures de défense en cours d'offre avait été reconnu et affirmé à plusieurs reprises par les autorités de marché. Ainsi, en 2002, la COB avait estimé que « [...] dans le respect du libre jeu des offres et de leurs surenchères, le règlement reconnaît la licéité des mesures de défense anti-OPA votées en cours d'offre » (Rapp. COB 2002, p. 75). En 2004, l'AMF réaffirmait « le principe selon lequel les mesures de défense contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet » (communiqué AMF, 23 avr. 2004). Le droit de résister à une offre publique est, par ailleurs, implicitement confirmé par l'actuel article 232-11 du règlement général de l'AMF, lequel énonce que « l'initiateur peut également renoncer à son offre si, pendant la période d'offre, la société visée adopte des mesures d'application certaines modifiant sa consistance ou si l'offre devient sans objet ».

10 Pendant la période d'offre publique, le conseil d'administration ainsi que la direction de la société visée par l'offre doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure qui serait susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres.

11 C. com., art. L. 233-32, I.

12 C. mon. fin., art. L. 621-14, I.

13 C. mon. fin., art. R. 621-45.

14 V. notamment, l'article 809 du Code de procédure civile relatif aux procédures en référé devant le tribunal de grande instance ou l'article 873 du Code de procédure civile relatif aux procédures en référé devant le tribunal de commerce.

15 C. mon. fin., art. L. 621-15.

16 À la différence de la *Securities and Exchange Commission* (la SEC), l'AMF ne peut saisir le juge civil pour solliciter une indemnisation des victimes d'infractions boursières, sa mission étant, avant tout, la protection de l'épargne (v. à ce titre « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Ch. Arsouze et P. Ledoux : *Bull. Joly Bourse*, 2006, p. 399, § 101).

17 Le principe du libre jeu des offres et des surenchères est un principe essentiel du droit boursier en France. Il suppose, d'une part, que tout tiers soit en mesure de déposer librement une offre concurrente à l'offre initiale et, d'autre part, que l'initiateur puisse surenchérir sur sa propre offre en réponse à une offre concurrente. Lorsqu'elle se réfère au « *libre jeu des offres et des surenchères* », la jurisprudence renvoie à deux grands principes sous-jacents qui en constituent les corollaires, à savoir : le principe d'égalité entre les compétiteurs et le principe de loyauté dans la compétition.

18 Règl. gén. AMF, art. 231-3. Ce principe est d'ailleurs reconnu par la Directive en tant que principe général, selon lequel « les détenteurs de titres de la société visée doivent disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause » (Dir. n° 2004/25/CE, 21 avr. 2004, art. 3, b).

boursier ; (ii) un préjudice certain : en l'occurrence, l'échec de l'offre publique ; et (iii) un lien de causalité entre ces deux éléments : à savoir, les mesures de défense ayant fait échouer l'offre.

Bien que contrairement à la Cour Suprême des États-Unis¹⁹, la Cour de cassation ne se soit à ce jour pas encore prononcée sur le fait de savoir si un éventuel manquement aux règles de marché commis par une société visée par une offre publique pouvait donner lieu à réparation du préjudice subi de ce fait par l'initiateur sur le fondement de la responsabilité délictuelle, la cour d'appel de Paris a, quant à elle, clairement énoncé le principe selon lequel « *les infractions [...] aux textes applicables en matière d'offres publiques peuvent être sanctionnées par l'annulation des opérations entachées d'irrégularité* »²⁰.

Les juridictions françaises semblent donc être de plus en plus disposées à accueillir des demandes d'indemnisation fondées sur une violation des règles boursières. De récentes décisions rendues en matière de communication ou de diffusion d'informations inexacts, fausses ou trompeuses ont reconnu l'existence d'un préjudice individuel. Dans un arrêt du 26 septembre 2003²¹, la cour d'appel de Paris a considéré que la publication d'une information inexacte, ou pour le moins trompeuse, était susceptible de caractériser une faute engageant la responsabilité civile de la société à l'égard des actionnaires victimes de la perte d'une chance de céder leurs actions à un prix supérieur.

Un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 22 novembre 2005²² a également confirmé un arrêt de la cour d'appel de Colmar²³ aux termes duquel celle-ci a considéré que la diffusion, par une société cotée, d'informations trompeuses était susceptible d'engager sa responsabilité civile délictuelle à l'égard d'un investisseur ayant acquis des actions. Cet investisseur avait invoqué la violation des dispositions des règlements de la COB. La cour d'appel a notamment relevé que « [...] *l'intervention préalable de la COB ne constitue pas une condition de mise en œuvre de la responsabilité d'une société cotée en bourse ou de ses dirigeants* ».

Plus récemment, le tribunal de grande instance de Paris, dans un jugement du 12 septembre 2006, a accédé aux demandes d'indemnisation émanant d'un nombre important d'actionnaires, lesquels ont obtenu réparation du préjudice subi du fait de la violation des

dispositions applicables en matière d'information financière et de délit d'initié²⁴.

B - L'article 145 du Code de procédure civile

De manière analogue, certaines dispositions du Code de procédure civile (CPC) offrent, en cas de manquement de la société cible à ses obligations, un recours permettant, le cas échéant, de recueillir les informations nécessaires pour déjouer des mesures de défense illicites ou frauduleuses.

À cet égard, bien que la procédure civile française ne connaisse pas de règles équivalentes au système de *discovery* américain²⁵, le Code de procédure civile permet aux parties de solliciter du juge, par voie de requête, des mesures d'instruction non moins efficaces. En invoquant, notamment, les dispositions de l'article 145 de ce code, l'initiateur d'une offre publique est en droit de solliciter, avant toute saisine du juge du fond, une expertise *in futurum* visant à préserver ou à établir la preuve de l'existence de mesures de défense contrevenant aux règles de marché, à charge pour lui d'apporter la preuve d'un motif légitime, et de la nécessité de conserver des éléments dont pourrait dépendre la solution du litige.

L'application de ces dispositions dans le cadre d'événements contentieux boursiers intervenant à l'occasion d'une offre publique pourrait, le cas échéant, faciliter la découverte d'éventuels accords occultes conclus entre la cible et un chevalier blanc, ou d'autres mesures susceptibles d'avoir une incidence sur le cours de l'offre telles que, notamment, une action de concert entre la cible et des tiers en vue de faire échouer l'offre²⁶.

Elle permettrait ainsi non seulement de pallier l'éventuelle inertie des autorités de marché compétentes à faire injonction aux participants de communiquer les éléments permettant au marché d'apprécier pleinement la consistance d'une offre ou la carence d'un compétiteur à y déférer, mais encore, de recueillir les éléments de preuve nécessaires aux fins d'engager une éventuelle procédure.

En vertu d'une jurisprudence constante, la voie de la requête peut être utilisée si les circonstances font que la mesure sollicitée n'est efficace que si elle est prise sans

19 *Piper v. Chris-Craft Indus., Inc.*, 430 U.S. 1, 22, 97 S. Ct. 926, 51 L. Ed. 2d 124 (1977).

20 CA Paris, 1^{re} ch., 18 mars 1988.

21 CA Paris, 26 sept. 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion et autres* : *Bull. Joly Bourse*, 2004, p. 43, § 4, note É. Dezeuze ; *Bull. Joly Sociétés*, 2004, p. 84, § 12, note J.-J. Daigre ; *JCPE*, 2004, p. 771, obs. G. de Vries ; *RJDA*, 2004/2, p. 160, n° 181.

22 Cass. com., 22 nov. 2005 : *Banque et droit*, janv.-févr. 2006, p. 35, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

23 CA Colmar, 14 oct. 2003 : *Bull. Joly Bourse*, 2004, p. 466, § 89, note G. Dolidon ; *RJDA*, 2004/5, p. 535, n° 582 ; *RTD com.*, 2004, p. 567, obs. N. Rontchevsky.

24 TGI Paris, 11^e ch. corr., 12 sept. 2006, n° 0018992026 (*affaire Sidel*) : *Bull. Joly Bourse*, 2007, p. 37, § 4, note É. Dezeuze.

25 Obligation faite aux parties de produire tous les documents dont elles disposent sous peine de sanctions.

26 La loi OPA a ajouté un article L. 233-10-1 au Code de commerce afin de prévoir qu'en cas d'offre publique d'acquisition, « sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec la société qui fait l'objet de l'offre afin de faire échouer cette offre ».

débat contradictoire préalable²⁷, ce qui peut, notamment, être le cas lorsqu'il y a tout lieu de craindre que les documents ne soient détruits à bref délai²⁸. Dans une telle hypothèse, la préservation du secret est indispensable car il conditionne l'efficacité de la mesure sollicitée.

L'article 145 du Code de procédure civile constitue donc une arme redoutable en ce qu'il permet de solliciter des mesures d'investigation approfondies par voie de requête et ce, sans débat contradictoire préalable. De telles preuves, si elles étaient effectivement recueillies, permettraient au demandeur de mettre en jeu la responsabilité délictuelle d'une société cible qui aurait pris de telles mesures.

II - Les recours en droit américain

Bien que les actions judiciaires américaines contrastent fortement avec celles qui sont engagées en droit français, elles ont, sur le fond, une finalité commune, à savoir faire échec à des mesures de défense anti-OPA mises en place par une société visée par une offre publique. Il est, à cet égard, assez instructif de comparer la jurisprudence française avec celle, plus fournie, provenant d'outre-Atlantique.

Sur le plan procédural, la saisine préalable de la SEC n'est pas requise dès lors que le recours est fondé en droit des sociétés ou sur une norme de droit boursier pour lesquels la jurisprudence admet un recours de droit privé.

Dès lors que l'offre publique est susceptible de causer un préjudice qui ne peut être réparé par des dommages et intérêts et qu'il est probable que l'action intentée par l'initiateur soit jugée bien fondée par les juges du fond, l'initiateur est en droit de demander au tribunal, statuant en la forme des référés, de mettre la cible en demeure de cesser de faire obstacle à l'offre (« *temporary restraining order* ») ou d'ordonner toute mesure conservatoire qui s'impose (« *preliminary injunction* »). Le juge rend sa décision au vu de l'évaluation des chances de succès de l'action au fond par rapport au risque des dommages encourus, de ce fait, par chacune des parties²⁹.

À cet égard, des mesures judiciaires visant à rechercher et à collecter les informations existantes (« *discovery* ») peuvent être mises en œuvre afin de mettre à jour d'éventuels accords occultes conclus entre une société cible et d'autres compétiteurs.

Sur le fond, les recours dont disposent les initiateurs d'offres publiques aux États-Unis ont connu une profonde mutation au cours des cinquante dernières années.

A - Les recours en droit boursier

Jusqu'en 1968, les offres publiques ne faisaient pas l'objet d'une réglementation particulière. Dès lors qu'une offre publique ne donnait pas lieu à l'émission ou à la cession de titres dans le public (c'est-à-dire, dans le cadre d'offres publiques d'achat mais non pas d'échange), elle échappait à l'application de la réglementation boursière fédérale américaine³⁰.

Fort de ce constat, le Congrès américain adopta le *Williams Act*³¹ afin notamment, d'accroître la transparence des offres publiques et de garantir le caractère suffisant des délais dont disposent les actionnaires pour prendre en compte l'information qui leur est communiquée³². Les dispositions issues du *Williams Act* relatives aux offres publiques ont été codifiées aux articles 14(d) et 14(e) du *Securities and Exchange Act* de 1934.

Parmi ces dispositions figure l'obligation de transparence qui incombe à tout initiateur et à toute société visée par une offre publique (« *tender offer* »). En ce qui concerne la société visée³³, ce devoir de transparence prend essentiellement la forme d'une note en réponse sur « *Schedule 14D-9* » qui comporte, notamment, de manière analogue aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, l'avis motivé du conseil d'administration en faveur ou en défaveur de l'offre³⁴, ainsi que l'identification de tout accord ou conflit d'intérêt actuel ou potentiel pouvant exister entre la société visée, l'initiateur et leurs mandataires sociaux, administrateurs ou personnes affiliées, respectifs³⁵.

Outre cette obligation de transparence, l'article 14(e) du *Securities and Exchange Act* proscrit tout recours à « des manœuvres ou des actes mis en œuvre dans des

27 V. CA Versailles, 16 févr. 2005, confirmé par Cass. 2^e civ., 8 févr. 2006, n° 05-14198.

28 Cass. 2^e civ., 14 mars 2005, n° 03-10607.

29 *Sun Microsystems, Inc. v. Microsoft Corp.*, 188 F.3d 1115, 1119 (9th cir. 1999).

30 *Piper v. Chris-Craft Indus., Inc.*, 430 U.S. 1, 22, 97 S. Ct. 926, 51 L. Ed. 2d 124 (1977).

31 Pub. L. No. 90-439, §§ 2 & 3, 82 Stat. 454, 455 (1968), amending 15 U.S.C. §§ 78m and n.

32 S. Rep. No. 90-510 (1967).

33 Quant à l'initiateur, la réglementation met à sa charge l'obligation de déposer un « *Tender Offer Statement* » sur « *Schedule TO* » qui exige, de manière analogue aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la divulgation d'un certain nombre d'informations dont notamment les objectifs et intentions de l'initiateur, le prix ou la parité d'échange proposée, et le nombre de titres de la société visée détenus par l'initiateur (17 C.F.R. § 240.14d-100).

34 Règle 14e-2 adoptée par la SEC en application de l'article 14(e) du *Securities and Exchange Act*.

35 Item 3, Item 1005(d) du Règlement M-A.

conditions frauduleuses, occultes ou constitutives d'une manipulation, dans le cadre d'une offre publique [...] ou de toute sollicitation des détenteurs de titres pour ou contre une telle offre [...] »³⁶. En raison de sa ressemblance à la législation « anti-fraude » qui encadre l'émission ou la cession de titres dans le public (v. *Securities and Exchange Act*, art. 10(b)), l'article 14(e) fait l'objet d'une interprétation largement inspirée de l'abondante jurisprudence développée sur le fondement de la règle 10b-5 adoptée par la SEC en application de l'article 10(b). Ainsi, par analogie avec la possibilité donnée aux actionnaires lésés par une violation de la règle 10b-5 d'engager devant les tribunaux un recours de droit privé, il est communément admis que l'initiateur d'une offre publique dispose d'un intérêt à agir lorsqu'il subit un préjudice causé par des agissements visés à l'article 14(e)³⁷.

Cependant, cet intérêt lui permet uniquement d'agir « en équité », c'est-à-dire de demander une injonction de faire et non pas d'engager une action en dommages et intérêts. La Cour Suprême des États-Unis estime en effet que l'objectif du *Williams Act* n'est pas de protéger l'initiateur de l'offre mais les investisseurs auxquels l'offre est adressée ; et ce, quand bien même l'initiateur aurait également la qualité d'actionnaire³⁸.

Jusqu'en 1985, un courant jurisprudentiel important avait admis, par un raisonnement semblable à celui adopté par la cour d'appel de Paris dans l'affaire OCP³⁹, que des mesures de défenses anti-OPA dites de « lock-up », telles que la décision par une société cible de céder à un chevalier blanc l'un de ses actifs stratégiques (« crown jewel ») ainsi que l'octroi d'options de souscription d'actions donnant droit à 17 % du capital de la cible à un prix décoté, étaient de nature à fausser l'égalité dans la compétition et constituaient, de ce fait, une « manipulation » au sens de l'article 14(e). L'initiateur d'une offre publique avait dès lors été reconnu bien fondé à solliciter qu'il soit mis fin à des mesures de défense déloyales⁴⁰.

Mais en arguant du fait que le seul objectif du *Williams Act* est de fournir aux actionnaires toute l'information nécessaire pour leur permettre de prendre une

décision éclairée dans le cadre d'une offre publique, la Cour Suprême a décidé en 1985 que l'élément essentiel pour caractériser une violation de l'article 14(e) résidait dans la mauvaise information du marché, c'est-à-dire dans l'omission de révéler des faits significatifs ou dans une déclaration inexacte de faits significatifs (arrêt *Schreiber*)⁴¹.

Selon cette jurisprudence, le *Williams Act* n'énonce pas de règle de fond équivalente au principe français du libre jeu des offres et des surenchères ou de ses corollaires sur l'égalité des compétiteurs et de la loyauté dans la compétition. Depuis l'arrêt *Schreiber*, l'initiateur d'une offre publique n'est donc plus en droit d'attaquer la légitimité des mesures de défense anti-OPA sur le fondement de l'article 14(e)⁴² et doit, en conséquence, avoir recours au droit des sociétés.

Les recours en droit boursier fédéral se sont alors dirigés vers les éventuels manquements commis par la cible ou un offrant concurrent à l'obligation de transparence qui leur incombe. Le contentieux se concentre, notamment, sur les omissions ou déclarations inexactes ou trompeuses figurant au *Schedule 14D-9* relatives aux conflits d'intérêts dont la direction peut faire l'objet, aux motifs évoqués par le conseil d'administration pour rejeter l'offre, ou encore, aux discussions en cours menées par la cible avec d'éventuels chevaliers blancs.

Tout comme les recours fondés sur la règle 10b-5, la réparation d'une violation de l'article 14(e) réside généralement dans l'ordre intimé à la cible de communiquer une information complète et transparente au marché. Un tel recours est donc d'une utilité limitée pour l'initiateur désireux d'enjoindre qu'il soit mis fin aux mesures de défense sous-jacentes. La portée limitée de cette réparation explique le déclin des recours fondés sur l'article 14(e) au cours des dernières années. En son lieu et place, à l'instigation de la Cour Suprême des États-Unis, les recours se sont principalement déplacés sur le terrain de la responsabilité délictuelle dont, notamment, la responsabilité des membres du

36 "[...] any fraudulent, deceptive, or manipulative acts or practices, in connection with any tender offer [...] or any solicitation of security holders in opposition to or in favor of any such offer [...]".

37 V. notamment E.On AG, *E.On Zwölfte Verwaltungs GmbH et BKBAG v. Acciona, SA et Finanzas Dos, SA*, 2006 U.S. Dist. LEXIS 84179 ; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94, 129 (Nov. 20, 2006).

38 *Piper v. Chris-Craft, Inc.*, 430 U.S. 1, 97 S. Ct. 926, 51 L. Ed. 2d 124 (1977).

39 Selon la cour d'appel de Paris, il y a atteinte au principe d'égalité entre compétiteurs : lorsque le dispositif mis en place confère à l'un des initiateurs « un avantage déterminant par avance le succès de son offre publique [...] empêch[ant] a priori toute possibilité d'égalité dans la compétition » (CA Paris, 1^{re} ch., sect. CBV, n°93/5842, 27 avr. 1993, *Mutuelle du Mans Assurance-Vie et autres c/ Société OCP* : Bull. Joly Bourse, 1993, p. 397, § 82, note P. Le Cannu ; JCP E, 1993, II, n° 25, p. 157, note A. Viandier ; RJ com., 1993, n° 1371, note Ch. Goyet).

40 *Mobil Corp. v. Marathon Oil Co.*, 669 F. 2d 366 (6th Cir. 1981), cert. denied, 455 U.S. 982 (1982).

41 *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.*, 568 F. Supp. 197 (D. Del. 1983), aff'd, 731 F.2d 163 (3d Cir. 1984), aff'd, 472 U.S. 1 (1985).

42 Répondant, en partie, à cette jurisprudence dont, notamment, les arrêts rendus dans le cadre de l'affaire Unocal (v. *infra*), la SEC a adopté un certain nombre de règles de fond visant à améliorer l'égalité de traitement des détenteurs de titres de sociétés faisant l'objet d'offres publiques. Ainsi, selon la Règle 14d-10(a)(1), communément dénommée la « all holders rule », une offre publique doit être ouverte à tous les détenteurs du titre visé par l'offre ; la Règle 14d-10(a)(2), ou « best price rule », exige, quant à elle, que le prix payé à l'un quelconque des détenteurs de titres en contrepartie de ses titres apportés à l'offre soit équivalent au prix le plus élevé payé à tout autre détenteur de titres en contrepartie de l'apport de ses titres à l'offre.

conseil d'administration pour manquement à leurs obligations fiduciaires (« *fiduciary duties* »)⁴³.

B - Les recours en droit des sociétés

En raison du caractère étatique du droit des sociétés aux États-Unis, les actions en responsabilité à l'encontre des membres d'un conseil d'administration relèvent généralement des juridictions civiles de l'État où est immatriculée la société visée par l'offre.

En dépit de la spécificité du droit de chaque État américain, il est possible de dégager quelques principes d'ordre général partagés par un grand nombre d'entre eux. Parmi ceux-ci figurent, notamment, le devoir de loyauté (« *duty of loyalty* »), de bonne foi (« *good faith* ») et de diligence (« *care* ») qui incombent aux membres du conseil d'administration. La substance de ces obligations fiduciaires relève parfois de la loi (comme c'est le cas dans l'État de New York), parfois de la jurisprudence (comme c'est le cas dans l'État du Delaware).

Étant donné qu'une grande partie des sociétés cotées aux États-Unis sont immatriculées au Delaware, la jurisprudence développée par cet État revêt une importance considérable.

1 - L'examen renforcé des mesures de défense anti-OPA

Les mesures de défense anti-OPA prises à l'initiative d'une société cible font l'objet d'un examen renforcé par les tribunaux du Delaware en vertu d'un arrêt de principe rendu en 1985 par la Cour Suprême de cet État dans le cadre de l'offre publique hostile lancée par la société *Mesa Petroleum* sur la société *Unocal*⁴⁴.

Selon la Cour Suprême du Delaware, lorsqu'un conseil d'administration prend des mesures de défense en vue de faire échouer une offre publique hostile, le risque que le conseil agisse principalement dans son propre intérêt au détriment de celui de la société ou de ses actionnaires est omniprésent.

Dans le cadre de ce contrôle renforcé, le conseil d'administration doit donc être en mesure de démontrer que (i) il était raisonnablement bien fondé à croire que l'offre aurait constitué pour la cible un danger pour sa politique ou un risque économique et que (ii) la mesure de défense était proportionnelle à la menace que faisait peser l'offre sur la société. Une fois ces éléments rapportés, le conseil d'administration retrouve le bénéfice d'une présomption dénommée la « *business judgment rule* »⁴⁵.

Les contours de cet examen renforcé ont fait l'objet d'une abondante jurisprudence qui a progressivement laissé place à une plus grande marge de manœuvre au conseil d'administration. Ainsi, à l'occasion de l'offre publique initiée par *Paramount Communications* sur *Times, Inc.*, la Cour Suprême du Delaware a précisé que, dans le cadre de son appréciation du risque que fait peser l'offre sur la politique de la société visée, le conseil d'administration était libre d'examiner, notamment, la nature et le calendrier de l'offre, l'impact de l'offre sur des parties prenantes autres que les actionnaires, le risque que l'offre n'aboutisse pas, ainsi que la qualité des titres offerts en échange⁴⁶.

Lorsqu'ils apprécient la proportionnalité des mesures de défense par rapport à la menace que fait peser l'offre publique sur la société, les tribunaux du Delaware sont tenus d'examiner si ces mesures sont « *draconiennes* », c'est-à-dire, « *prohibitives* » ou « *coercitives* » et, dans le cas contraire, d'examiner si la panoplie de mesures de défense envisagées est proportionnelle à la menace⁴⁷ pesant sur la société visée⁴⁸. Dans l'affaire *Omnicare*⁴⁹, la Cour Suprême du Delaware a affiné la définition de ces éléments :

- une mesure est « *coercitive* » lorsqu'elle a pour objectif de forcer la main des actionnaires en leur imposant une option soutenue par les dirigeants au détriment de l'offre publique ;
- une mesure est « *prohibitive* » lorsqu'elle prive les actionnaires du droit de bénéficier de plusieurs offres ou prive l'initiateur d'une offre publique de la

43 Selon une jurisprudence constante, les administrateurs engagent leur responsabilité délictuelle en cas de manquement à leurs obligations fiduciaires (V. notamment, *In re : Astropower Liquidating Trust v. Xantrex Technology, Inc, et al.*, 2006 Bankr. Lexis 2443 [Bankr. D. Del., Oct 2, 2006]).

44 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

45 En vertu de cette présomption, les décisions des administrateurs ne seront pas remises en cause par les tribunaux sauf à ce que les membres du conseil d'administration aient été intéressés ou aient manqué d'indépendance dans le cadre de leur prise de décision, n'aient pas agi de bonne foi, aient pris une décision qui ne trouve pas son fondement dans l'activité propre de la société, ou que leur décision relève d'une négligence ayant consisté à ne pas prendre en considération l'ensemble des éléments disponibles (*In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, No 411, 2005, 2006 WL 1562466, at 15 [Del. June 8, 2005]).

46 *Paramount v. Time*, 571 A.2d 1140, 1153 (Del. 1989).

47 La Cour Suprême du Delaware a ultérieurement identifié les trois types de menaces que peuvent faire peser une offre publique sur la société cible : (i) la perte d'une chance : lorsqu'une offre hostile prive les actionnaires de la société visée de l'opportunité de se prévaloir d'une alternative plus intéressante ; (ii) la contrainte structurelle : lorsque les termes de l'offre traitent différemment les détenteurs de titres décidant de ne pas apporter leurs titres à l'offre, avec pour effet de fausser la décision des actionnaires (un tel traitement différencié ne semble pas envisageable en France dans la mesure où l'article 236-7 du règlement général de l'AMF exige qu'une offre publique de retrait soit réalisée au prix de l'offre) ; et (iii) la contrainte sur le fond : lorsqu'il existe un risque que les actionnaires acceptent une offre sous-évaluant leur société dès lors qu'ils ne croient pas à la valeur intrinsèque de la société soutenue par les dirigeants (651 A.2d 1361 at 1384).

48 *Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, 1385-88 (Del. 1995).

49 *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare*, 818 A.2d 914 (Del. 2003).

possibilité de prendre le contrôle de la société notamment en limitant toute « bataille de procurations » ou « *proxy contest* »⁵⁰.

La Cour Suprême du Delaware a ainsi prononcé la nullité d'un dispositif de « *lock-up* » mis en place par le conseil d'administration d'une société visée en raison de la nature « *prohibitive* » et « *coercitive* » du dispositif. Selon l'accord de fusion, le conseil d'administration de la cible s'était en effet engagé à soumettre le projet de fusion à l'assemblée générale des actionnaires de la cible (dont le vote positif était garanti au moyen d'un pacte d'actionnaires et d'une convention de vote) et ce, y compris en cas de rejet ultérieur de la fusion par le conseil d'administration de la cible. Aux termes de l'arrêt, ce dispositif de « *lock-up* » mettait les actionnaires devant un « *fait accompli* » destiné à imposer la réalisation de la fusion amicale au détriment de toute opération alternative⁵¹.

La jurisprudence *Omnicare* fait toutefois l'objet d'une interprétation relativement élastique par les juges du fond de la *Court of Chancery* du Delaware, lesquels accordent une certaine liberté au conseil d'administration dans le choix et l'étendue des mesures anti-OPA pouvant être mises en œuvre pour garantir le succès d'une opération amicale au détriment d'une OPA hostile.

À titre d'exemple, la *Court of Chancery* a régulièrement admis des indemnités de rupture avoisinant les 3 % de la valeur de l'opération⁵². Comme le rappelait récemment le juge Chandler dans le cadre de l'affaire *CVS Corporation*, la licéité d'une indemnité de rupture n'est pas fonction d'un montant ou d'un pourcentage prédéterminé ; il convient d'apprécier sa licéité au regard d'un faisceau d'éléments, tels que le montant global de l'indemnité, sa valeur eu égard à la taille de l'opération, sa contrepartie éventuelle sous la forme d'une prime de cession, la capitalisation respective des parties, les différents rapports de force, ainsi que l'effet prohibitif ou coercitif de l'ensemble des mesures de *lock-up* mises en place⁵³.

En définitive, bien que la jurisprudence *Unocal* ait favorisé les actions en justice par le biais d'un renversement de la charge de la preuve, l'examen de la jurisprudence postérieure à cet arrêt révèle un nombre relativement restreint d'injonctions prononcées sur ce fondement.

Ceci peut d'abord s'expliquer par la souplesse dont ont fait preuve les juges du fond dans l'application de l'examen renforcé mais surtout par l'adaptation des mandataires sociaux et de leurs conseils à la nouvelle donne jurisprudentielle qui s'est traduite par la mise en place de procédures (telles que les comités d'administrateurs indépendants ou les attestations d'équité ou *fairness opinions*) visant à démontrer que (i) le conseil d'administration était raisonnablement bien fondé à croire que l'offre aurait constitué, pour la cible, un danger pour sa politique ou un risque économique et (ii) la mesure de défense était proportionnée à la menace que faisait peser l'offre sur la société.

L'examen de la jurisprudence *Unocal* révèle la difficulté rencontrée par les juges lorsqu'ils doivent choisir entre l'intérêt, parfois court-termiste, des actionnaires et celui de la société (notion proche de l'intérêt social en droit français). Dans son application de la jurisprudence *Unocal*, la Cour Suprême du Delaware semble osciller entre l'intérêt de la société dans son ensemble⁵⁴, et celui des actionnaires, comme en témoignent les critères jurisprudentiels d'appréciation de l'offre par le conseil d'administration de la cible, qui prennent en compte les effets de l'offre sur des parties prenantes autres que les actionnaires uniquement dans la mesure où « *cet impact est de nature à affecter l'intérêt général des actionnaires* »⁵⁵.

En France, la complexité de ce choix est d'autant plus grande que l'ancien règlement COB puis la loi OPA ont consacré le rôle de l'assemblée générale des actionnaires en tant qu'organe compétent pour approuver toutes mesures dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre⁵⁶, même si l'intérêt des actionnaires ou encore l'intérêt du marché ne correspondent pas nécessairement à l'intérêt social.

50 818 A.2d 914 at 935.

51 818 A.2d 914 at 936.

52 Voir, e.g., *McMillan v. Intercargo Corp.*, 768 A.2d 492, 505-06 (Del. Ch. 2000) ; *Lewis v. Leaseway Transp. Corp.*, 1990 Del. Ch. LEXIS 69, 1990 WL 67383, at *8, 14-16 (Del. Ch. May 16, 1990) ; *Kysor Indus. Corp. v. Margaux, Inc.*, 674 A.2d 889, 897 (Del. Super. 1996) ; *Goodwin v. Live Entm't*, 1999 Del. Ch. LEXIS 5, 1999 WL 64265, at *20 (Del. Ch. Jan. 25, 1999).

53 LA. Mun. Police Empl. Ret. Sys. v. Crawford, 2007 Del. Ch. Lexis 27 (Del. Ch. 2007).

54 À titre d'exemple, la Cour énonce que les administrateurs ne sont pas obligés de favoriser la plus-value à court-terme des actionnaires par rapport à la stratégie à long-terme de la société, sauf si cette dernière n'est évidemment pas viable (571 A.2d 1140, 1154).

55 La Cour Suprême du Delaware a énoncé, à titre non-exhaustif, une liste de facteurs à prendre en compte par le conseil de la cible dans son analyse du danger que fait peser l'offre publique pour la politique de la société : « *le caractère adéquat des termes de l'offre ; son équité et sa faisabilité ; le financement de l'offre que l'initiateur préconise de mettre en place ou a mis en place ; les conséquences de ce financement ; les abus potentiels ; l'impact de l'offre et de la fusion potentielle sur des parties prenantes de la société autres que les actionnaires dans la mesure où cet impact est de nature à affecter l'intérêt général des actionnaires ; le risque que l'offre n'aboutisse pas ; les intérêts fondamentaux des actionnaires en question ; l'identité de la société initiatrice ; son historique et son expérience dans le domaine des acquisitions ; le plan d'affaires de l'initiateur pour la société visée et ses effets sur les intérêts des actionnaires* » (*Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1282 (Del. 1989)).

56 C. com., art. L. 233-32, I.

Ce constat a conduit certains auteurs à considérer la primauté de l'intérêt des actionnaires et la disparition de l'intérêt social dans le cadre des offres publiques⁵⁷. Plus nuancés, d'autres auteurs affirment que « l'intérêt social, concept clef du droit contemporain des sociétés, n'est pas celui du droit boursier qui prend en considération l'intérêt du marché et la protection des opérateurs »⁵⁸. En période d'offre, l'intérêt social peut en effet se trouver en butte à l'intérêt du marché, lequel rejoint celui des actionnaires de la cible qui souhaitent eux aussi optimiser le prix de l'offre. Au nom de l'intérêt social, les actionnaires de la cible sont-ils tenus de subir certaines contraintes sur leur droit le plus légitime de vendre leurs actions au plus offrant ?

Parallèlement aux obligations fiduciaires incombant aux administrateurs américains, la notion d'intérêt social en période d'offre publique viserait alors essentiellement à encadrer la finalité des actes de gestion des dirigeants qui pourraient être tentés d'engager les ressources de la société, soit pour faire obstacle à l'offre si celle-ci constituait une menace pour leur avenir dans la société soit, au contraire, pour la faire aboutir lorsqu'une prime élevée leur serait proposée par l'initiateur de l'offre⁵⁹.

2 - L'examen renforcé des opérations de cession de contrôle

Lorsque le conseil d'administration décide de céder le contrôle de la société, les tribunaux du Delaware appliquent une autre forme d'examen renforcé communément appelé examen « *Revlon* », suivant l'arrêt de principe du même nom rendu par la Cour Suprême du Delaware en 1986⁶⁰.

Aux termes de cet examen, lorsque le conseil d'administration d'une société faisant l'objet d'une offre publique décide de céder le contrôle, son rôle se transforme de « *défenseur de la forteresse sociale* » en celui de « *commissaire priseur* » chargé de faire monter les enchères⁶¹. Les administrateurs sont alors tenus de rechercher l'opération offrant la meilleure valeur raisonnablement envisageable pour les actionnaires.

Lorsqu'ils appliquent la jurisprudence *Revlon*, les juges, contrairement à la jurisprudence *Unocal*, font manifestement prévaloir l'intérêt des actionnaires sur

toute autre considération. Dans le cadre d'une cession de contrôle, « *les administrateurs sont tenus de se concentrer sur leur objectif primordial : garantir le succès de l'opération à même d'offrir la meilleure valeur raisonnablement envisageable pour les actionnaires* »⁶².

La Cour Suprême du Delaware a ainsi accédé à la demande de l'initiateur d'une offre publique d'ordonner qu'il soit mis fin à des mesures prises par les administrateurs visant à favoriser un chevalier blanc par le biais, notamment, d'une option d'acquérir certains actifs stratégiques (« *lock-up option* »), d'un engagement d'exclusivité (« *no-shop provision* ») ou d'une indemnité de rupture (« *cancellation fee* »), mettant fin à toute possibilité de surenchère et caractérisant ainsi une violation des obligations de loyauté et de diligence exposées ci-dessus⁶³.

En pratique, cette jurisprudence opère un renversement de la charge de la preuve car les administrateurs perdent le bénéfice de la présomption de diligence, de bonne foi et de loyauté édictée par la *business judgment rule* dès lors qu'ils ne sont pas en mesure de démontrer qu'ils ont agi de manière éclairée et raisonnable dans le cadre d'une cession de contrôle.

Dans l'affaire *Paramount*⁶⁴, la Cour Suprême du Delaware a clarifié le champ d'application de cette nouvelle forme d'examen renforcé, lequel repose désormais sur les critères suivants :

- l'appréciation du bien fondé du processus décisionnel mis en œuvre par les administrateurs, en ce compris, les informations prises en compte⁶⁵ ;
- l'appréciation du caractère raisonnable des actions des administrateurs à la lumière des circonstances telles qu'elles existaient au moment des faits⁶⁶.

La Cour a jugé utile de préciser que l'examen renforcé n'empêche pas les administrateurs de prendre des mesures de *lock-up*. Dès lors que ces mesures sont « *raisonnablement destinées à remplir l'objectif d'optimisation de la valeur des actions* » et non pas mues par un « *désir égoïste et idiosyncratique du conseil de favoriser un initiateur au détriment d'un autre* » et qu'elles sont prises pour d'autres raisons que l'optimisation du prix de cession⁶⁷, leur licéité ne sera pas remise en cause. Ainsi, le conseil d'administration peut en toute bonne

57 Fr. Leplat, « La réforme du règlement COB relatif aux OPA et les mesures défensives adoptées en cours d'offre », *LPA* n° 216, 29 oct. 2002, p. 10.

58 Th. Bonneau et L. Faugérolas, « Les offres publiques », *EFE*, 1999, n° 72.

59 E. Cafritz, D. Caramalli, « Les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF. La licéité contestée des "Bons Plavix" », *Mélanges AEDBF-France IV*, p. 67.

60 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

61 506 A.2d 173 at 182.

62 637 A.2d 34, 44.

63 506 A.2d 173.

64 *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A. 2d 34, 44 (Del. 1994).

65 À cet effet, la jurisprudence du Delaware incite fortement les administrateurs à « *tester le marché* » par le biais d'un « *market test* » destiné à informer les administrateurs de la valeur de marché des actions de la société et, par extension, décourage fortement le recours aux clauses d'exclusivité dites de « *no shop* » (*Barkan v. Amsted Indus.*, 567 A. 2d 1279, 1286 [Del. 1989]).

66 637 A.2d 34, 44.

67 567 A.2d 1279, 1286.

foi décider de favoriser un initiateur en lui accordant une indemnité de rupture importante si cette indemnité permet d'optimiser le prix de cession⁶⁸.

De manière générale, le même constat s'impose au sujet de nombreuses mesures défensives adoptées post-*Revlon*. Dès que la décision de céder le contrôle est prise, les conseils d'administration peuvent se ménager certaines portes de sortie dans leurs contrats de rapprochement aux fins de remplir leurs obligations fiduciaires (les clauses dites de « *fiduciary out* »). Ils peuvent également se réserver l'option de sonder le marché de manière active par le biais de clauses dites de « *market check* » ou de manière passive au moyen de clauses de « *window shop* ».

L'effet cumulé de ces mesures a eu pour conséquence d'assainir les pratiques les plus contestables même s'il faut bien admettre que la consécration jurisprudentielle des « *rights plans* » ou « *poison pills* » a largement renforcé ce mouvement en restaurant les pouvoirs du conseil d'administration qui n'est plus contraint d'agir dans la précipitation sous la menace d'une offre hostile.

Si la jurisprudence *Revlon* ne s'inscrit pas dans une logique boursière, en ce qu'elle ne vise pas à assurer la protection du marché, sa finalité, à savoir : optimiser le prix de cession offert aux actionnaires, l'en rapproche. De la sorte, certains principes de droit boursier français, tels que celui du libre jeu des offres et de ses surenchères, trouvent dans cette jurisprudence un écho certain.

Conclusion

La jurisprudence du Delaware illustre la latitude dont jouit le conseil d'administration pour mettre en œuvre des mesures de défense, au détriment même, parfois, du libre jeu des offres et des surenchères et, notamment du principe d'égalité et de loyauté dans la compétition. En effet, les juges du fond ne remettent pas en cause les décisions prises par un conseil d'adminis-

tration soucieux de respecter son devoir de loyauté, de bonne foi et de diligence. L'examen renforcé qu'implique la jurisprudence *Unocal* ou *Revlon* ne vise pas à garantir l'intérêt du marché, ni même à limiter la compétence des administrateurs, mais uniquement à assurer le respect des obligations fiduciaires qui incombent aux membres du conseil d'administration.

Il convient cependant de rappeler que la marge de manœuvre dont disposent les conseils d'administration américains s'explique aussi par la différence d'environnement juridique dans lequel ils évoluent. Les pouvoirs étendus du conseil d'administration sont compensés par la responsabilité accrue des administrateurs, lesquels peuvent être poursuivis tant au pénal (en application notamment du titre IX de la loi « *Sarbanes-Oxley* ») qu'au civil, par le biais d'une action collective aux conséquences pécuniaires potentiellement dommageables.

Contrairement à la réglementation boursière américaine fondée sur la transparence des opérations⁶⁹, le caractère protecteur et moralisateur de la réglementation française crée des opportunités à même d'être exploitées par les initiateurs d'offres publiques.

Les voies de recours offertes par le droit civil, et particulièrement l'action en responsabilité, ainsi que les mesures d'investigation pouvant être initiées sur le fondement des dispositions du Code de procédure civile, pourraient en conséquence aider les initiateurs d'offres publiques à déjouer les mesures de défense qui ne respecteraient pas les principes fondamentaux du droit boursier.

Les récentes décisions des juridictions françaises semblent, à cet égard, s'inscrire dans la voie d'un renforcement de la responsabilité délictuelle des émetteurs en matière d'infraction boursière. La jurisprudence qui se limite aujourd'hui à la communication ou à la diffusion d'informations inexacts, fausses ou trompeuses pourrait voir son champ d'application étendu en matière d'offres publiques. Les batailles boursières à venir donneront sans doute l'occasion aux magistrats de faire évoluer notre droit en la matière.

68 In re Fort Howard Shareholders Litigation, 1988 Del. Ch. Lexis 110, at *42.

69 E. Cafritz, O. Tene, *Securities Regulation v. Consumer Protection : French Financial Markets Legislation*, in *The International Lawyer*, vol. 37 ; n° 1, p. 173.

AU SOMMAIRE DU DICTIONNAIRE JOLY BOURSE (mise à jour 2008-1)

- « Action de concert », par Charles Goyet.
- « Identification des actionnaires », par Jean-Paul Valuet.

Pour soumettre un article au Comité de rédaction,
merci d'adresser votre fichier à l'adresse suivante
marija.dimitrijevic@lextenso-editions.com