

1.	Introduction	1
1.1.	Le sujet et son intérêt	1
1.2.	Le point de vue éthique et la gouvernance d'entreprise	2
1.3.	Les OPA dans la gouvernance d'entreprise	6
1.4.	Le contenu du mémoire et la question de recherche	7
2.	Partie théorique	8
2.1.	La théorie des mondes de conformité	9
2.1.1.	Le monde legaliste	9
2.1.2.	Le monde de la politique nationale	10
2.1.3.	Le monde de la négligence au stade de transposition	10
2.1.4.	Le monde des lettres mortes	10
2.1.5.	Le résumé des quatre mondes	11
2.2.	La directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition	12
2.2.1.	La directive européenne et son processus d'adoption	13
2.2.2.	Les objectifs de la directive	14
2.2.2.1.	La facilitation des offres publiques d'acquisition	14
2.2.2.2.	La protection des actionnaires (minoritaires)	16
2.2.3.	Le contenu et les éléments clés de la directive	17
2.2.3.1.	Les principes généraux	17
2.2.3.2.	Les autorités compétentes et le droit applicable	18
2.2.3.3.	La transparence des sociétés cotées	19
2.2.3.4.	Les offres volontaires et obligatoires	19
2.2.3.5.	Information et document d'offre	20
2.2.3.6.	La procédure	21
2.2.3.7.	Les obligations de l'organe de la société visée	21
2.2.3.8.	La neutralisation des restrictions	22
2.2.3.9.	Les dérogations	23
2.2.3.10.	Le squeeze-out et le sell-out	23
2.2.3.11.	Les sanctions et les autres dispositions	24
3.	Partie analytique	24
3.1.	La méthodologie	25
3.1.1.	Le choix des pays à analyser	25
3.1.2.	Le comportement attendu de l'échantillon selon la théorie	27
3.1.3.	Les éléments à observer	28
3.2.	Les débats nationaux et négociations au Conseil de l'Union Européenne	29
3.2.1.	Dans l'Union Européenne	29
3.2.2.	Dans l'échantillon	31
3.2.2.1.	Les négociations dans les institutions européennes	31
3.2.2.2.	Le rejet de la proposition précédente	35

3.2.2.3. Les différences entre les systèmes de gouvernance d'entreprise	38
3.2.2.4. Le contexte et les débats au niveau national	40
3.3. La transposition dans les législations nationales	48
3.3.1. Dans l'Union Européenne	48
3.3.1.1. Les rapports de 2007 et de 2012 de la Commission	48
3.3.1.2. Les dispositions principales	50
3.3.2. Dans l'échantillon	55
3.3.2.1. La Suède	56
3.3.2.2. Le Royaume-Uni	57
3.3.2.3. La France	59
3.3.2.4. La République Tchèque	61
3.4. La mise en oeuvre	63
3.4.1. Dans les pays de l'OCDE	63
3.4.2. Dans les pays de l'Union Européenne	66
3.5. Les résultats	69
3.5.1. Le monde legaliste	69
3.5.2. Le monde de la politique nationale	71
3.5.3. Le monde de la négligence au stade de transposition	73
3.5.4. Le monde des lettres mortes	74
4. Conclusion	76
4.1. Le contenu du mémoire	76
4.2. La réponse à la question de recherche	76
4.3. Les limites du travail et les pistes pour de nouvelles recherches	78
5. Bibliographie	80
6. Annexes	90
6.1. Annexe 1	90
6.2. Annexe 2	95
6.3. Annexe 3	116

1. Introduction

1.1. Le sujet et son intérêt

Pour les entreprises, le monde d'aujourd'hui requiert de plus en plus de capacité d'adaptation, de flexibilité, de réactivité mais également de prévoyance. Observer à posteriori le comportement des concurrents est important, mais dans un climat aujourd'hui de plus en plus compétitif et mondialisé, pouvoir se préparer suffisamment tôt aux possibles changements, est un véritable atout pour subsister voire conserver une longueur d'avance. Les concurrents seuls, ne constituent pas l'unique contrainte de l'environnement actuel des sociétés. Un aspect important qui ne peut être négligé par les entreprises est le cadre législatif qui ne cesse d'évoluer au fil du temps. En Europe, ce cadre n'est plus seulement l'affaire des Etats, il est maintenant, et depuis le début du processus d'intégration européenne, fortement influencé par les décisions prises au niveau des institutions de l'Union Européenne. Il est nécessaire pour les entreprises les plus prévoyantes de se tenir au courant des discussions et des choix qui y sont effectués. Ils sont déterminants pour l'avenir de celles-ci et peuvent modifier concrètement leur fonctionnement et leurs activités, ainsi que leur environnement externe et le comportement de leurs parties prenantes.

Nous avons choisi pour illustrer cette thématique, d'aborder le thème du comportement des Etats, dans leur rôle d'intermédiaire entre l'Union Européenne et les entreprises. Lorsque le Parlement Européen et le Conseil de l'Union Européenne adoptent une directive, celle-ci doit être transposée dans la législation nationale et mise en oeuvre par chaque Etat membre. Bien que le cadre soit déterminé par les instances européennes, la façon des Etats de les mettre en place au niveau national fait office de filtre sur les règles que les entreprises devront finalement respecter et appliquer. En effet, les Etats bénéficient d'une marge de manoeuvre plus ou moins large quand l'Union Européenne légifère au travers de directives. Etre capable de prédire ce comportement permet de préparer les scénarios de ce qui pourrait se passer dans un futur plus ou moins proche, dès lors que l'on sait quelles problématiques sont discutées au sein des institutions européennes. Cela peut aider les entreprises à préciser davantage l'élaboration de leur stratégie de moyen et de long terme. C'est donc là que se situe l'apport de notre étude pour le monde entrepreneurial.

1.2. Le point de vue éthique et la gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise est un concept relativement récent qui s'est développé durant les années 1990 et n'a cessé de se populariser au fur et à mesure que différents scandales financiers se sont manifestés à travers le monde (Aluchna M., 2009, p. 185 ; Claessens S. et Yurtoglu B., 2012, p. 3 ; Ungerechts R., 2014, p. 1). Aujourd'hui, le sujet reste au centre des préoccupations, quelques années après la crise financière de 2008, causée principalement par de mauvaises pratiques de gouvernance (Claessens S. et Yurtoglu B., 2012, p. 5 ; Solomon J., 2010, p. 3 ; Ungerechts R., 2014, p. 1). L'importance de la gouvernance d'entreprise pour le bon fonctionnement des économies de marché n'est plus à démontrer. Des défaillances en la matière peuvent avoir de lourdes conséquences pour les actionnaires, les parties prenantes mais aussi l'économie entière par l'érosion de la confiance du public envers les entreprises, les administrateurs et les marchés (Claessens S. et Yurtoglu B., 2012, p. 5 ; Ungerechts R., 2014, p. 2).

Il y a un consensus global concernant le rôle central d'un bon système de gouvernance d'entreprise dans le fonctionnement d'une économie de marché, et sur l'étendue de sa contribution à la compétitivité des Etats et des entreprises. Elle est tout particulièrement essentielle aujourd'hui car l'ouverture des frontières des marchés de capitaux donne accès aux entreprises à un nombre accru d'investisseurs potentiels. La confiance et la transparence sont donc incontournables pour faire le poids face à une concurrence désormais mondiale (Ungerechts R., 2014, pp. 4-5).

La gouvernance d'entreprise n'a pas de définition unique, elle varie selon les pays (Claessens S. et Yurtoglu B., 2012, p. 3 ; Link S. et Goj P., 2014, pp. 9-17 ; Yeoh P., 2007, p. 59). Il existe tout de même deux approches principales. La « *shareholder theory* » est liée à la théorie de l'agence et limite la définition aux relations qui existent entre une entreprise et ses actionnaires (Heinrich A. et al., 2007, p. 2 ; Solomon J., 2010, p.5). Nous pouvons citer comme exemple la définition du Cadbury Report de 1992 - du Royaume-Uni -, dans lequel la gouvernance d'entreprise est définie comme étant « [...] le système par lequel les entreprises sont dirigées et contrôlées » (Solomon J., 2010, p. 5). C'est la vision adoptée par des Etats tels que le Royaume-Uni ou les Etats-Unis (Mortimer T., 2009, p. 383).

La « *stakeholder theory* » est une approche plus large et consiste à voir la gouvernance d'entreprise comme un réseau de relations, entre l'entreprise et ses parties prenantes - actionnaires, employés, clients, fournisseurs, communautés, marchés financiers, institutions,

etc. Cette vision typique de pays comme l'Allemagne et le Japon, est plus populaire ces dernières années, depuis que la responsabilité sociale des entreprises a été mise un peu partout à l'avant-plan des politiques (Claessens S. et Yurtoglu B., 2012, pp. 3-4 ; Mortimer T., 2009, p. 383 ; Solomon J., 2010, p. 5).

Les définitions ont généralement certaines caractéristiques en commun, comme les notions de responsabilité, de direction et de contrôle, les différences concernant surtout le périmètre des intérêts pris en compte : ceux des actionnaires ou ceux de toutes les parties prenantes (Solomon J., 2010, p. 6 ; Yeoh P., 2007, p. 59). L'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a tenté de créer un sens commun au concept, en définissant la gouvernance d'entreprise comme « [...] *un ensemble de relations entre le conseil d'administration d'une entreprise, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Elle fournit aussi la structure au travers de laquelle les objectifs de l'entreprise sont fixés, et les moyens d'atteindre ces objectifs et de surveiller la performance sont déterminés* »¹ (OCDE, 2004, p. 11 ; Yeoh P., 2007, p. 58). Solomon (2010, p. 6) la définit comme « *le système de vérifications, internes et externes à l'entreprise, assurant que les entreprises déchargent leur responsabilité à toutes leurs parties prenantes et agissent de façon socialement responsable dans toutes les parties de leurs activités*² ».

Le point de vue de la Commission Européenne par rapport à la gouvernance d'entreprise s'est élargi au fil du temps. Dans son plan d'action de 2003, elle adoptait une définition étroite, tandis que dans le plan d'action de 2012, elle définit plus largement la gouvernance d'entreprise comme l'ensemble des relations entre administrateurs, actionnaires et parties prenantes qui déterminent la façon dont l'entreprise est dirigée et contrôlée (Link S. et Goj P., 2014, pp. 9-17).

Plusieurs théories permettent d'expliquer la nécessité de la gouvernance d'entreprise, chacune permettant d'avoir des perspectives différentes sur le concept. Les trois théories principales sont : (1) la théorie de l'**agence**, (2) la théorie des **coûts de transaction** et (3) la théorie des **parties prenantes** (Solomon J., 2010, pp. 8-9).

¹ Texte original en anglais : « [...] *a set of relationships between a company's board, its shareholders, and other stakeholders. It also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives, and monitoring performance, are determined* »

² Texte original en anglais : « *the system of checks and balances, both internal and external to companies, which ensures that companies discharge their accountability to all their stakeholders and act in a socially responsible way in all areas of their business activity* »

La **théorie de l'agence** soutient la « *shareholder theory* » (Mortimer T., 2009, p. 383). Avant le développement des marchés boursiers, les entreprises dépendaient surtout des personnes fortunées qui les géraient et les contrôlaient. Pour permettre la croissance des entreprises et de l'économie, il fallait trouver plus d'investisseurs et la responsabilité limitée³ a été créée pour les encourager à acheter des actions (Solomon J., 2010, p. 8). Les entreprises peuvent ainsi augmenter leur capital par la vente d'actions à ces investisseurs, qui deviennent propriétaires d'une partie de la société, qu'ils peuvent ensuite revendre sur les marchés financiers à leur guise (Mortimer T., 2009, p. 383 ; Solomon J., 2010, p. 9). La gestion de l'entreprise est déléguée aux administrateurs ; les personnes qui détiennent l'entreprise ne sont donc plus les mêmes que celles qui la contrôlent (Menjah K., 2013, p. 65 ; Solomon J., 2010, p. 9 ; Wylie J. et al., 2013, p. 55). C'est là que se situe la cause des problèmes d'agence : les gestionnaires de l'entreprise sont les « agents » et les actionnaires sont les « principaux » et leurs intérêts divergent. Les agents n'agissent pas naturellement dans l'intérêt des principaux car ils n'ont pas la même attitude face au risque et cela pose deux grands problèmes : (1) les administrateurs peuvent faire passer leurs propres intérêts avant ceux des actionnaires et (2) les actionnaires peuvent manquer d'influence sur les administrateurs, et donc d'informations sur les activités de l'entreprise (Solomon J., 2010, pp. 9-10 ; Ungerechts R., 2014, p. 4 ; Wylie J. et al., 2013, p. 55).

Dans la théorie économique classique, seuls les marchés sont efficaces et le but des entreprises est de maximiser ses profits et la richesse des actionnaires (Menjah K., 2013, p. 65 ; Mortimer T., 2009, p. 384). En pratique, la séparation du contrôle et de la propriété permet aux managers de choisir la maximisation de leur propre rémunération et de leurs intérêts personnels en se focalisant sur la rentabilité à court terme de l'entreprise plutôt que sa pérennité (Menjah K., 2013, p. 65 ; Solomon J., 2010, p. 9 ; Wylie J. et al., 2013, p. 55). La divergence des objectifs des dirigeants et des actionnaires rend nécessaire un contrôle de la part des actionnaires sur les dirigeants afin de garantir que les décisions soient prises au bénéfice de tous. Les mécanismes de gouvernance d'entreprise visent à détecter les agissements contreproductifs des administrateurs, et de cette façon les encourager à prendre les bonnes décisions (Menjah K., 2013, pp. 65-66 ; Solomon J., 2010, pp. 10, 38). Lorsque l'activisme des actionnaires et les pressions des marchés ne suffisent pas, des réglementations doivent être mises en place. Les gouvernements produisent alors des documents politiques, des législations et des codes de bonnes pratiques de gouvernance (Solomon J., 2010, p.12).

³ Cela protège le patrimoine des actionnaires qui ne sont alors plus responsables de la dette de l'entreprise (Solomon J., 2010, p. 8)

La **théorie des coûts de transaction** considère les entreprises comme des organisations comprenant des personnes aux visions et objectifs différents, et des relations contractuelles, plutôt que comme des entités impersonnelles évoluant dans des marchés parfaits (Rouleau L., 2007, p. 102 ; Solomon J., 2010, p. 13). La théorie économique traditionnelle considère que les agents économiques agissent de manière rationnelle et dans le but de maximiser le profit de l'entreprise. La théorie des coûts de transaction inclut les comportements humains et le fait que les agents économiques ont en réalité une rationalité limitée et font naturellement preuve d'opportunisme⁴ (Rouleau L., 2007, p. 103 ; Solomon J., 2010, p. 14). Les administrateurs ont tendance à organiser les transactions dans leur propre intérêt, les actionnaires ont donc intérêt à les contrôler car les conséquences de leurs décisions peuvent nuire la situation financière de l'entreprise et décourager les investisseurs potentiels. La principale différence avec la théorie de l'agence est le langage utilisé : la théorie de l'agence se concentre sur les individus tandis que la théorie des coûts de transaction se concentre sur les transactions (Solomon J., 2010, p. 14).

La **théorie des parties prenantes** est la base de la « *stakeholder theory* ». L'entreprise y est vue comme une entité sociale constituée de processus légaux et politiques et dont le rôle n'est pas que de créer de la richesse mais également de promouvoir le bien-être collectif dans la société dont elle fait partie (Mortimer T., 2009, p. 384 ; Wylie J. et al., 2013, p. 52). Les entreprises ont un impact si important qu'elles doivent être responsables envers toute la société et pas seulement les actionnaires. Il y a plusieurs façons de définir les parties prenantes mais le point commun des différentes définitions est leur implication dans des relations d'échange, c'est-à-dire qu'il y a une influence réciproque entre les parties prenantes et l'entreprise (Mortimer T., 2009, p. 384 ; Solomon J., 2010, p. 15 ; Wylie J. et al., 2013, p. 62). Aujourd'hui, les politiciens et le public reconnaissent l'importance de la responsabilité vis-à-vis des parties prenantes, car la notion de responsabilité sociale des entreprises est devenue plus populaire. La théorie de l'agence peut être considérée comme une partie de la théorie des parties prenantes, puisque les actionnaires en sont une catégorie (Solomon J., 2010, p. 18). Il est presque impossible de conduire les affaires d'une entreprise de manière éthique si cela n'est pas profitable. Pour concilier ces deux théories, il faut donc trouver un moyen d'agir de manière responsable qui permette de gérer la compagnie efficacement et d'augmenter sa valeur (Solomon J., 2010, p.19 ; Wylie J. et al., 2013, p. 62). Les performances sociales, environnementales et éthiques sont de plus en plus vues par les investisseurs comme un indicateur de qualité de la gestion, et selon Solomon (2010, p. 20), il existe une relation

⁴ C'est-à-dire la tendance des êtres humains à vouloir tirer des avantages des moyens disponibles pour augmenter leurs propres intérêts (Solomon J., 2010, p.14).

positive entre responsabilité sociale et performance financière. La vision orientée vers les parties prenantes est plus populaire aujourd'hui même si la crise a montré que les comportements ne le reflètent pas encore toujours.

Les conséquences de la crise sont si importantes que les professionnels et les académiques revoient progressivement leurs définitions de la gouvernance d'entreprise et incluent de plus en plus les notions de parties prenantes et de gestion des risques (Solomon J., 2010, p. 21). Cela fait des années que les Etats du monde, y compris ceux d'Union Européenne, réforment leurs cadres de gouvernance d'entreprise ; il y a de plus en plus de législations, de recommandations, de codes, obligatoires ou volontaires, aux niveaux national et international (Aluchna M., 2009, p. 185 ; Solomon J., 2010, p. 4). La directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition - OPA dans la suite du texte - fait partie des mesures visant à encadrer les pratiques de gouvernance des entreprises dans les Etats membres de l'Union. Elle apparait d'ailleurs dans un livre vert de la Commission, datant de 2011 - annexe n°2 - dans une liste de mesures européennes concernant la gouvernance d'entreprise (Link S. et Goj P., 2014, pp. 9-17 ; Commission Européenne, 2011).

1.3. Les OPA dans la gouvernance d'entreprise

Une OPA est une « technique permettant de contrôler une entreprise ». Il s'agit « d'une offre faite par une partie pour les actions d'une autre, afin d'acquérir ou de renforcer le contrôle »⁵ sur celle-ci (Wymeersch, E., 2008, p. 1). Selon Goergen, Martynova et Renneboog (2005, p. 245), la réglementation en matière d'OPA est un élément important de la gouvernance d'entreprise. Des changements dans cette réglementation influencent le niveau de protection des investisseurs, le développement des marchés de capitaux et du contrôle des sociétés, la structure de l'actionnariat - le « principal » - et le contrôle des entreprises - les « agents ». Les réformes législatives en la matière permettent donc de faire évoluer le système de gouvernance d'entreprise (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, p. 245). La législation sur les OPA permet non seulement de restructurer efficacement les entreprises mais également d'atténuer les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes.

Le rôle de cette législation varie en fonction du système de gouvernance d'entreprise qui prévaut. Quand l'**actionnariat est dispersé**, le but est de restreindre les comportements

⁵ Texte original en anglais : « *Takeover bids are only one technique for exercising corporate control. In its technical sense it could be defined as a bid made by one party for the shares of another, in order to acquire or reinforce control* » (Wymeersch, E., 2008, p. 1).

opportunistes des administrateurs car les petits actionnaires n'ont pas la capacité de surveiller ceux-ci et doivent faire confiance aux marchés (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, p. 249). La menace d'une OPA hostile sur le poste des administrateurs permet de les encourager à se focaliser sur les intérêts des actionnaires et la réglementation doit faciliter les transferts du contrôle lors d'OPA hostiles, vers des propriétaires et administrateurs plus efficaces - grâce à des mécanismes tels que le *squeeze-out*, la neutralisation des restrictions ou la limitation des mesures défensives (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, pp. 249-250). Quand l'**actionnariat est concentré**, la législation vise à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires. La concentration de l'actionnariat est une façon alternative de limiter les conflits d'intérêts entre actionnaires et administrateurs, l'influence importante des actionnaires majoritaires leur permet de remplacer les administrateurs si nécessaire. Cette influence peut aussi mener à des comportements opportunistes des actionnaires majoritaires vis-à-vis des actionnaires minoritaires. La législation offre de justes possibilités de sortie pour les actionnaires minoritaires - comme le *sell-out*, l'offre obligatoire et le principe d'égalité de traitement (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, p. 250).

1.4. Le contenu du mémoire et la question de recherche

Puisque nous souhaitons parler du comportement des Etats dans leur rôle d'intermédiaire entre l'Union Européenne et les entreprises et que le thème des OPA est un élément important dans le domaine de la gouvernance des entreprises, nous avons eu l'idée de nous pencher sur la possible utilité de la théorie des mondes de conformité de Causse et Falkner, originalement élaborée dans le domaine social, pour déterminer si elle peut permettre aux entreprises de prédire le comportement des Etats lors de la transposition de nouvelles directives en matière de gouvernance d'entreprise. Nous allons donc tester cette théorie sur un exemple concret : la directive 2004/25/CE concernant les OPA.

Notre question de recherche est donc la suivante : la théorie des mondes de conformité de Causse et Falkner explique-t-elle le comportement des Etats lors de la transposition d'une directive concernant la gouvernance des entreprises, telle que la directive 2004/25/CE sur les offres publiques d'acquisition ?

Pour comprendre le sujet et répondre à cette question nous divisons notre travail en deux parties principales : une partie théorique et une partie analytique. Dans la partie théorique nous résumons la théorie des mondes de conformité et exposons la directive 2004/25/CE

concernant les OPA. Dans la partie analytique nous présentons d'abord le choix des pays de notre échantillon et le comportement attendu de la part de ces pays selon la théorie. Nous entrons ensuite dans le vif du sujet avec un chapitre sur les négociations en vue de l'adoption de la directive : nous expliquons comment la directive a été adoptée, parlons des débats qui ont eu lieu au sein du Conseil de l'Union Européenne et des remarques émises par les pays que nous avons choisis d'observer. Nous abordons aussi brièvement le rejet de la proposition précédente et les différences entre les systèmes de gouvernance d'entreprise des pays de l'échantillon. Nous parlons par la suite des débats qui ont eu lieu au niveau national dans chacun des pays analysés pour comprendre les particularités et le contexte de chacun. Dans un autre chapitre nous nous penchons sur la transposition de la directive dans les législations nationales, d'abord de manière générale dans l'Union Européenne, pour ensuite se focaliser sur chacun des Etats de notre échantillon. Nous abordons finalement rapidement l'aspect de la mise en oeuvre pour lancer la réflexion sur ce deuxième volet de l'application d'une directive au niveau national, malgré que nous ne l'analysons pas en détail dans notre travail. Tous ces éléments nous permettent d'établir une interprétation et une réponse à la question de départ dans la conclusion du présent travail.

2. Partie théorique

Dans cette partie nous nous penchons sur les deux éléments centraux de notre étude. Le premier est la théorie des mondes de conformité, le second est la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition. La raison qui nous pousse à réunir ces deux éléments est la suivante : la théorie des mondes de conformité explique le comportement des Etats membres de l'Union Européenne lorsqu'ils sont confrontés à la mise en application de directives dans le domaine social. Nous cherchons à savoir si cette théorie se vérifie également dans d'autres domaines, en particulier celui de la gouvernance des entreprises. La directive sur les OPA touche, comme nous l'avons évoqué, à la gouvernance des entreprises puisqu'elle encadre le fonctionnement de ces offres, pouvant modifier profondément la structure de gouvernance des entreprises qui en font l'objet. Cette directive a fait beaucoup parler d'elle, étant donné la longueur et la difficulté des débats qui lui ont donné naissance. De plus, comme ses dispositions principales sont facultatives, son impact dépend fortement de sa mise en oeuvre par les Etats membres.

2.1. La théorie des mondes de conformité

Causse et Faulkner ont, dans un article de 2009, présenté les résultats de deux études concernant le respect des règles européennes en matière sociale, à la fois dans les quinze membres les plus anciens de l'Union Européenne, mais également dans certains Etats membres d'Europe Centrale et Orientale (Causse E. et Falkner G., 2009, p. 3). Ces études ont permis aux auteurs de classer les pays étudiés en quatre groupes distincts, appelés « mondes de conformité ». Cette typologie se base sur l'attitude des Etats par rapport aux règles adoptées par les institutions européennes - en particulier des directives - et leur façon de s'y conformer au niveau national, c'est-à-dire concernant leur transposition, et leur exécution (Causse E. et Falkner G., 2009, pp. 4-5).

Dans la première étude, portant sur les quinze Etats membres les plus anciens, les auteurs se sont concentrés sur six directives en matière sociale. Ils ont observé qu'il n'existe pas de facteur unique pour expliquer la façon dont ces Etats membres respectent les règles adoptées au niveau européen. Cette constatation a permis d'aller plus dans les détails que les théories plus classiques telles que la théorie du « *misfit*⁶ » ou du « *veto player*⁷ » (Causse E. et Falkner G., 2009, p. 5). Selon les auteurs, ces théories ne permettent pas d'expliquer de manière globale l'attitude des Etats par rapport à la législation européenne et ne sont vraies que ponctuellement (Causse E. et Falkner G., 2009, p. 11). La première étude a donc permis de déterminer trois groupes de pays : (1) le « **monde légaliste** », (2) le « **monde de la politique nationale** » et (3) le « **monde de la négligence au stade de transposition** » (Causse E. et Falkner G., 2009, p. 6).

2.1.1. Le monde légaliste

Dans le « **monde légaliste** », le respect des règles communautaires surpasse les intérêts nationaux et les directives européennes sont transposées conformément et dans les délais.

⁶ Il s'agit d'une théorie visant à expliquer le processus d'adaptation des pays au phénomène d'eupéanisation. Selon cette théorie il faut un certain *misfit* - inadaptation - entre les processus, politiques et institutions européens et domestiques pour que l'eupéanisation se traduise en changements au niveau domestique. Le *goodness of fit* entre les niveaux européen et domestique détermine le degré de pression à l'adaptation généré par l'eupéanisation sur les Etats membres. Au moins les deux sont compatibles et au plus il y a de pressions à l'adaptation et au contraire plus il y a de compatibilité et plus il est simple d'implémenter les changements nécessaires. Le *misfit* peut être politique ou institutionnel et est la seule condition nécessaire au changement. Son effet plus ou moins important dépend de facteurs facilitateurs : (1) pour la redistribution des ressources - points de veto et institutions formelles, (2) pour la socialisation et l'apprentissage - agents de changement/*norm entrepreneurs* et culture politique/institutions informelles (Börzel T. A., et Risse T., 2000, pp. 5-9).

⁷ Le *veto player* fait partie des facteurs qui influencent le changement comme processus de redistribution des ressources dans la théorie du *misfit*. Ils offrent aux acteurs domestiques la capacité d'accomplir des changements politiques et leur donnent plus de pouvoir (Börzel T. A., et Risse T., 2000, p. 7).

Cela s'explique généralement par la présence d'une culture qui privilégie l'importance du respect des règles. La transposition des directives dans la législation nationale prend en compte les particularités internes du pays et de son système exécutif, ce qui rend le contrôle et l'application de cette législation plutôt efficace. Ces pays disposent également d'un système judiciaire efficient. Les cas d'infraction sont rares - par exemple, lorsqu'il y a des contradictions avec des fondements nationaux essentiels - et généralement de courte durée (Causse E. et Falkner G., 2009, p. 6).

2.1.2. Le monde de la politique nationale

Pour les pays du « **monde de la politique nationale** », le fait de respecter les règles européennes n'est qu'un objectif parmi d'autres et fait surtout l'objet d'une appréciation coûts-bénéfices. Plus la transposition de la directive européenne est en phase avec les intérêts nationaux et plus celle-ci sera scrupuleuse et effectuée dans les délais impartis. A l'inverse, si la directive ne correspond pas à ces intérêts, il est fréquent que celle-ci ne soit pas respectée - le problème se pose donc surtout au stade de la transposition. Par contre, comme pour le « monde légaliste », les systèmes judiciaire et administratif sont efficaces, ce qui signifie qu'une fois la règle transposée en droit national, celle-ci est contrôlée et mise en oeuvre correctement (Causse E. et Falkner G., 2009, p. 6).

2.1.3. Le monde de la négligence au stade de transposition

Au sein du « **monde de la négligence au stade de transposition** », suivre la législation européenne n'est pas considéré comme un véritable objectif. La plupart du temps, l'obligation de transposition n'est respectée qu'avec la pression et l'intervention de la Commission Européenne. Les deux causes principales de cette attitude sont : (1) la prépondérance culturelle des intérêts nationaux par rapport au respect des règles communautaires ou (2) l'inefficacité du système administratif. Lorsque la règle européenne est transposée, cela se fait souvent de manière systématique, sans réelle adaptation au contexte national, ce qui peut causer ensuite des problèmes de mise en oeuvre et de contrôle (Causse E. et Falkner G., 2009, pp. 6-7).

2.1.4. Le monde des lettres mortes

La deuxième étude a consisté à prendre en compte les Etats membres qui ont accédé à l'Union Européenne en 2004, en vérifiant si les conclusions de la première étude s'appliquent pour un échantillon de quatre de ces pays : la Hongrie, la République Tchèque, la Slovaquie et la

Slovénie. Les comportements de ces pays, à la fois avant et après leur adhésion ont été pris en compte afin que les résultats ne soient pas biaisés - l'influence de l'Union était différente lorsque les nouveaux Etats membres souhaitaient tout mettre en oeuvre en vue de leur adhésion. Cette seconde étude a permis d'observer une multitude d'obstacles à la bonne application des règles et des ressemblances entre les quatre pays analysés. Ces pays sont généralement de meilleurs élèves lors de l'étape de transposition des directives dans leur législation nationale. Cependant il y a souvent une certaine opposition politique durant cette étape, lorsque ces directives ne vont pas dans le même sens que les intérêts nationaux. Des problèmes de conformité, d'exécution et de contrôle dans la phase de mise en application sont aussi observés. Un rapprochement a aussi été fait entre ces quatre pays et deux Etats membres plus anciens : l'Irlande et l'Italie. Ces caractéristiques ont donc permis de créer une quatrième catégorie : le « **monde des lettres mortes** ». Dans ce monde, les directives peuvent être correctement transposées, en fonction des tendances politiques en présence mais la mise en application et le contrôle posent problème par la suite à cause de l'inefficacité du système judiciaire et des mécanismes de surveillance (Causse E. et Falkner G., 2009, pp. 8-9).

2.1.5. Le résumé des quatre mondes

La typologie de Causse et Falkner comprend donc quatre mondes de conformité qui classent les pays membres de l'Union Européenne en fonction des facteurs qui influencent la mise en oeuvre des règles communautaires dans ces groupes d'Etats et pas simplement selon qu'il sont de bons élèves ou non. Ces facteurs s'appliquent à deux grandes étapes : (1) la transposition et (2) la mise en application. Les quatre « mondes » sont théoriques et il existe en réalité plus de quatre types de comportements possibles. De plus, au sein d'un même « monde », les pays restent différents les uns des autres. Cette typologie permet de catégoriser les pays (Causse E. et Falkner G., 2009, p. 10). Les auteurs suggèrent dans leur article d'appliquer cette typologie à d'autres domaines afin de vérifier si celle-ci reste vraie en dehors des matières sociales et dans quelle mesure, ce qui est précisément l'objet de ce travail. Ils proposent aussi que des études de cas soient menées pour les Etats membres d'Europe Centrale et Orientale qu'ils n'ont pas abordés (Causse E. et Falkner G., 2009, p. 11).

Tableau récapitulatif de la théorie des mondes conformité de Causse et Falkner (2009, p. 11) :				
	Monde légaliste	Monde de la politique nationale	Monde des lettres mortes	Monde de la négligence au stade de transposition
Transposition	Respect des règles	Influence des tendances politiques	Influence des tendances politiques	Négligence
Mise en application	Respect des règles	Respect des règles	Négligence	Respect des règles ou négligence selon les cas
Pays	• Danemark • Finlande • Suède	• Allemagne • Autriche • Belgique • Espagne • Pays-Bas • Royaume-Uni	• Irlande • Italie • Hongrie • République Tchèque • Slovaquie • Slovénie	• France • Grèce • Luxembourg • Portugal
Tableau réalisé à partir de Causse E. et Falkner G., 2009, p. 11.				

2.2. La directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition

Les OPA sont régies au niveau national et la directive 2004/25/CE requiert des Etats membres qu'ils aient des règles pour encadrer ces offres qui respectent les principes généraux et le cadre minimum qu'elle contient. Avant l'adoption et la transposition de la directive, chaque Etat membre disposait de règles différentes qu'elle vise à harmoniser (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 2).

Cette directive porte sur un sujet sensible pour les Etats et est née d'un compromis difficile, rendant certaines de ses dispositions ambiguës (International Finance Corporation, 2008, p. 11 ; Van Gerven, D., 2008, p. 40). En effet, cette directive sensée devenir un des piliers de la réforme économique de l'Union Européenne est le résultat d'un travail qui a presque duré deux décennies (Commission Européenne, 2007, p. 3 ; Kotlarik, M., 2008, p. 28). Selon le journal le Monde, les Etats européens n'auraient jamais vraiment réussi à se mettre d'accord sur la question des OPA, à cause de vifs débats opposant les partisans du protectionnisme et ceux du libéralisme. Cela a éloigné la directive adoptée de ses intentions originales - l'harmonisation des pratiques et la facilitation des OPA (Ricard, P., 2006, n.a.). Selon certains auteurs, elle présente quelques lacunes concernant la définition de certains concepts - l'agissement de concert ou le prix équitable - et manque de détails sur certains points - les règles qui gouvernent les OPA volontaires et obligatoires, les restrictions aux mécanismes de défense ou le seuil de contrôle d'une entreprise (International Finance Corporation, 2008, p. 11 ; Van Gerven, D., 2008, p. 40). Elle autorise également d'importants écarts par rapport à des dispositions clés, y compris celles concernant les mesures de défense. Cela signifie que l'influence de la directive dépend essentiellement de la façon dont elle est mise en oeuvre au

niveau national (Commission Européenne, 2007, p. 3). La directive contient tout de même, selon Van Gerven (2008, p. 41), les bases permettant de créer une législation européenne uniforme en matière d'OPA et un terrain de jeu équitable.

2.2.1. La directive européenne et son processus d'adoption

Dans l'Union Européenne, le cadre de la gouvernance d'entreprise prend deux formes : (1) de la « *soft law* » qui comprend des plans d'action, des recommandations et des livres verts et (2) de la législation, c'est-à-dire des règlements et des directives. Les règlements sont les seuls éléments de législation qui sont directement applicables au niveau national. Le Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne - article 50 §2 - donne aux institutions européennes une compétence d'harmonisation en matière de droit des sociétés, et donc de gouvernance d'entreprise (Link S. et Goj P., 2014, pp. 9-17). Pour ce faire, l'article 50 § 1 du même traité, autorise le Conseil des Ministres de l'Union Européenne et le Parlement Européen à adopter des directives - par un processus particulier de codécision⁸ -, qui produiront leurs effets une fois transposées dans le droit national (Link S. et Goj P., 2014, pp. 9-17 ; Union Européenne, 2012, p. 68). Ce pouvoir d'harmonisation est limité par les principes de subsidiarité⁹ et de proportionnalité¹⁰ énoncés à l'article 5, § 3 et § 4 du Traité sur l'Union Européenne. Une grande partie du droit des sociétés européen est contenu dans quatorze directives sur le droit des sociétés. Certaines concernent la gouvernance d'entreprise et d'autres n'existent pas encore. En plus de ces quatorze directives, d'autres réglementations, directives et recommandations traitent aussi de la gouvernance d'entreprise (Link S. et Goj P., 2014, pp. 9-17 ; Union Européenne, 2012a, p. 18).

La Commission Européenne estime que l'harmonisation de la gouvernance d'entreprise doit se faire naturellement plutôt que par l'imposition d'un code commun (Link S. et Goj P., 2014, pp. 9-17 ; Solomon J., 2010, p. 203). Elle considère qu'il n'y a pas de *one size fits all*¹¹, qu'il

⁸ Le Traité de Lisbonne a renommé ce processus en « procédure législative ordinaire ». Elle constitue la principale procédure législative au niveau européen et met le Parlement Européen et le Conseil de l'Union Européenne sur un même pied d'égalité, ce qui veut dire que ces institutions ne peuvent pas adopter le texte sans l'accord de l'autre, selon l'article 294 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne (Commission Européenne, 2012a, n.a ; Parlement Européen, 2016, n.a).

⁹ Ce principe contenu à l'article 5 du Traité sur l'Union Européenne permet de décider quel niveau - européen, national ou local - est le plus pertinent pour légiférer dans un certain domaine. Son but est que la décision soit prise au niveau le plus proche possible du citoyen et l'UE n'intervient que si cela est plus efficace qu'aux niveaux inférieurs (Union Européenne, 2015, n.a.).

¹⁰ Selon le principe de proportionnalité de l'article 5 du Traité sur l'Union Européenne, l'Union Européenne ne peut agir que dans la mesure de ce qui est nécessaire pour atteindre les objectifs des Traités, c'est-à-dire que le contenu et la forme de son action est adaptée au but qui est poursuivi (Union Européenne, 2016, n.a.).

¹¹ Il n'y a pas une mesure unique qui convient à tous.

n'est pas souhaitable de n'avoir qu'un ensemble de principes pour des Etats membres dont les cadres légaux, cultures, traditions, structures d'actionnariat et structures de conseils d'administration sont diversifiés, et qu'il est important de garder une certaine flexibilité. Selon le Commissaire Bolkenstein, la Commission a pour but de prendre les mesures essentielles tout en favorisant une meilleure coordination entre les Etats membres de l'Union Européenne (Solomon J., 2010, p. 203 ; Ungerechts R., 2014, p. 12).

2.2.2. Les objectifs de la directive

La directive 2004/25/CE poursuit quatre objectifs principaux : (1) offrir un **cadre juridique sécurisé** et une meilleure transparence aux OPA, (2) **protéger les intérêts des actionnaires minoritaires** et des autres parties prenantes lors d'une OPA ou d'un changement de contrôle, (3) **faciliter les OPA** et (4) améliorer la **liberté de circulation des capitaux**, essentielle au renforcement du marché unique européen (Center for European Policy Studies, 2003, n.a. ; Commission Européenne, 2012, p. 2 ; Wymeersch, 2008, p. 3)

2.2.2.1. La facilitation des offres publiques d'acquisition

La directive 2004/25/CE fait partie d'un processus plus large d'harmonisation des règles concernant les marchés de titres européens et d'amélioration de la compétitivité des entreprises européennes (Commission Européenne, 2007, p. 3 ; International Finance Corporation, 2008, p. 11 ; Kotlarik, M., 2008, p. 30). Elle doit **favoriser les OPA** et le transfert d'actions entre investisseurs ; et donc la **liberté de circulation des capitaux**, en limitant les mécanismes de défense que les entreprises sont susceptibles de mettre en place pour faire face aux OPA hostiles (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 12 ; Commission Européenne, 2007, p. 3 ; Ducourtieux, C., 2005, n.a.). Ces mécanismes de défense sont donc parmi les problématiques essentielles de la directive 2004/25/CE puisqu'ils peuvent rendre le changement de contrôle d'une société plus difficile ou coûteux, voire impossible. Ils permettent également d'augmenter le pouvoir de négociation des sociétés visées. De tels mécanismes sont de deux sortes, selon qu'ils sont mis en place avant ou après l'OPA¹² (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 75 ; Commission Européenne, 2007, p. 4 ; Skog, R., 2009, p. 296). Ceux-ci doivent être restreints afin de faciliter la prise de contrôle des sociétés et limiter les distorsions sur le marché, dues aux différences culturelles entre les Etats membres

¹² Avant l'offre, les articles de la société ou l'assemblée générale peuvent par exemple prévoir des restrictions au transfert des actions ou des droits de vote multiples. Après l'offre, l'organe peut par exemple réagir à une offre hostile en prenant la décision de procéder à un rachat d'actions propres ou à une augmentation de capital. Ces deux types de mécanismes visent à rendre la prise de contrôle plus difficile ou coûteuse pour l'offrant (Commission Européenne, 2007, p. 4).

(Commission Européenne, 2007, p. 5). En effet, les Etats membres ont traditionnellement eu des approches différentes, ce qui a provoqué des débats lors des discussions au sein du Conseil de l'Union Européenne (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 77). Deux grandes dispositions permettent de limiter l'usage des moyens de défense les plus utilisés par les entreprises : (1) La règle de la **neutralité de l'organe** permet de limiter les mécanismes que l'organe de la société visée peut mettre en place en réaction à une offre et pouvant nuire à son bon déroulement. Elle protège les intérêts et le pouvoir de décision des actionnaires de comportements opportunistes des administrateurs¹³ - ainsi que les intérêts de l'entreprise dans son ensemble. (2) La règle de **neutralisation des restrictions** permet de limiter les mécanismes de défense mis en place avant l'offre. Il s'agit de suspendre pendant la durée de l'offre, les restrictions existant sur les titres afin que tous les actionnaires se retrouvent sur un pied d'égalité (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 77, 80 ; Commission Européenne, 2007, pp. 3-5 ; Kotlarik, M., 2008, p. 29).

Le principe de neutralité de l'organe, a causé un grand blocage dans le processus d'adoption de la directive car les Etats membres avaient des points de vue très différents sur la question. Certains défendent la vision de la théorie de l'agence et veulent protéger les actionnaires face aux administrateurs, tandis que d'autres pensent que les actionnaires ne sont pas capables de prendre seuls des décisions correctement informées à propos des OPA - par un manque d'expérience et la difficulté d'agir de manière collective et coordonnée. Le principe de neutralisation des restrictions, n'est apparu qu'à la troisième proposition de la directive, à la demande du Parlement Européen et de certains Etats membres. Il a également posé problème (Kotlarik, M., 2008, p. 29). Dans l'accord final de la directive, ces deux principes ont été assortis de dérogations, ce qui signifie que les Etats membres peuvent décider de les imposer ou non. Lorsqu'ils ne sont pas rendus obligatoires, ils doivent toutefois être tolérés pour les entreprises qui souhaitent les appliquer sur décision de l'assemblée générale (Commission Européenne, 2007, p. 5 ; Kotlarik, M., 2008, p. 29). Il existe également une règle de **réciprocité** qui permet aux entreprises soumises à la règle de neutralité de l'organe et/ou à la règle de neutralisation des restrictions de ne pas les appliquer lorsqu'elles font l'objet d'une OPA de la part d'une société qui n'est pas soumise à ces règles (Commission Européenne, 2007, p. 5). La directive prévoit également le « *squeeze-out* » qui permet à un offrant qui a déjà acquis une très grande partie des actions de la société d'obliger les actionnaires minoritaires de lui vendre les actions restantes. Cela lui permet d'éliminer les risques et les coûts liés à leur subsistance, rendant ainsi les OPA plus attractives (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 88 ; Commission Européenne, 2007, p. 9).

¹³ Cela découle de la théorie de l'agence décrite plus tôt (Kotlarik, M., 2008, p. 29).

2.2.2.2. La protection des actionnaires (minoritaires)

La directive 2004/25/CE vise également à **harmoniser le déroulement des OPA** au niveau européen grâce à l'instauration d'un cadre législatif minimal et clarifié, tout en améliorant la **protection des parties prenantes**¹⁴, dont les **actionnaires** - notamment minoritaires (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 12 ; Ducourtieux, C., 2005, n.a. ; Van Gerven, D., 2008, p. 4). La directive comprend notamment un ensemble de conditions uniformes pour les OPA ainsi que des principes généraux qui doivent être appliqués quelle que soit la législation nationale en vigueur. Elle améliore également la coopération entre les autorités nationales (International Finance Corporation, 2008, p. 11 ; Kotlarik, M., 2008, p. 30 ; Van Gerven, D., 2008, p. 40). L'idée est que l'existence de différentes législations dans chaque Etat membre constitue un obstacle aux OPA (Commission Européenne, 2007, p. 3).

L'objectif de facilitation des OPA implique la nécessité d'améliorer la protection des actionnaires minoritaires qui peuvent se retrouver soumis à des abus de pouvoir éventuels de la part des actionnaires majoritaires. C'est pourquoi la directive prévoit deux règles à cet égard qui viennent contrecarrer les effets des mesures destinées à favoriser les OPA : l'offre obligatoire et le « *sell-out* ». Lorsqu'un offrant acquiert le contrôle sur une société, la règle de **l'offre obligatoire** l'oblige à faire une offre sur l'entièreté des actions restantes à un prix équitable. Cela permet de garantir aux actionnaires minoritaires le droit de vendre leurs titres en cas de changement de contrôle. L'étendue de la protection offerte par cette règle dépend du seuil choisi par chaque Etat membre pour déterminer le moment auquel un actionnaire détient le contrôle d'une société (Commission Européenne, 2007, p. 9). Le « *sell-out* » est une règle réciproque au « *squeeze-out* » permettant aux actionnaires minoritaires de forcer l'actionnaire majoritaire à acheter leurs actions à un juste prix. Cette règle permet de protéger les actionnaires minoritaires d'abus de position dominante de la part de l'actionnaire majoritaire (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 88 ; Commission Européenne, 2007, p. 10).

¹⁴ La directive vise à protéger : (1) les actionnaires minoritaires - offre obligatoire et *sell-out* -, (2) les employés de la société visée - droit d'information et de donner son opinion - et (3) les sociétés visées dans leur ensemble - obligation pour l'organe de tenir compte de l'intérêt global de l'entreprise, obligation pour l'offrant de communiquer ses intentions, prise en compte de l'opinion de l'organe de la société visée et interdiction de perturber les activités de la société visée pour une période injustifiée (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 12).

2.2.3. Le contenu et les éléments clés de la directive

Nous reprenons et expliquons ici de manière condensée le contenu de la directive 2004/25/CE afin de bien en saisir les enjeux. La directive vise à harmoniser les cadres nationaux à propos des OPA concernant les sociétés de l'Union Européenne dont les actions sont cotées sur un marché réglementé¹⁵ de l'UE, transférables et assorties de droits de vote à l'assemblée générale ordinaire. Elle instaure également un passeport européen obtenu après approbation de l'autorité de contrôle, signifiant la reconnaissance mutuelle du document d'offre dans les Etats membres de l'Union Européenne. Ces Etats peuvent étendre les règles de la directive à d'autres titres de sociétés de leur droit national, que ceux visés par la directive (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 14 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 4-7). La directive définit plusieurs concepts et notamment ce qu'est une OPA. Il s'agit d'une « offre publique [...] faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national » (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 15 ; Van Gerven, D., 2008, p. 6).

2.2.3.1. Les principes généraux

La directive 2004/25/CE reprend une série de six standards minimaux¹⁶ que les Etats membres - qui peuvent prévoir des conditions plus strictes - sont obligés de transposer et dont ils doivent surveiller l'application : (1) le traitement équitable des actionnaires et leur protection par rapport à une personne qui obtient le contrôle de la société, (2) l'octroi aux actionnaires d'un délai et d'informations suffisants - dont l'avis de l'organe sur l'impact de l'offre - pour prendre leurs décisions en connaissance de cause, (3) la prise de décision de l'organe dans l'intérêt global de la société - pas seulement des actionnaires majoritaires -, (4) la préservation du fonctionnement normal du marché des titres de la société, (5) la vérification par l'autorité de surveillance que l'offrant dispose des moyens nécessaires à l'acquisition des titres avant la publication de l'offre, (6) la protection des activités de la société contre toute perturbation due à l'offre (Commission Européenne, 2012, p. 3 ; International Finance Corporation, 2008, p. 11 ; Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, pp. 15-16 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 8-10).

¹⁵ « Un marché réglementé, à l'image du marché boursier français, est un marché qui se caractérise entre autres par des règles d'admission, un contrôle des autorités de tutelle [...] sur le fonctionnement du marché et sur les intervenants, et un suivi de l'information communiquée au marché » (Les Echos, 2016).

¹⁶ Article 3 de la directive

2.2.3.2. Les autorités compétentes et le droit applicable

Les Etats membres choisissent les **autorités compétentes** pour le contrôle du respect des règles de manière objective et indépendante sur leur territoire¹⁷. L'autorité de contrôle compétente dépend du marché dans lequel les titres de la société visée sont négociés. S'il s'agit du pays où se situe le siège de la société, l'autorité de ce pays est compétente, sinon il s'agit de l'autorité du pays dans lequel les titres de la société visée ont été introduits sur un marché réglementé pour la première fois. Si ceux-ci ont été introduits pour la première fois simultanément sur deux marchés, la société visée désigne et informe l'autorité le premier jour de la négociation¹⁸ (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 16 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 10, 11).

Les autorités de surveillance disposent des pouvoirs nécessaires à la vérification du respect des règles nationales d'application de la directive. Les Etats membres peuvent prévoir des dérogations automatiques à ces règles pour des circonstances déterminées, ou autoriser les autorités de contrôle à déroger aux règles nationales selon des circonstances motivées ou déterminées par ces règles. Les employés de l'autorité de contrôle sont soumis au secret professionnel et les autorités de contrôle coopèrent pour l'échange d'informations nécessaires à la mise en application de la directive dans le cadre d'OPA transfrontalières (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, pp. 16, 17 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 11-13).

Le **droit applicable** est celui du pays de l'autorité compétente pour les questions de prix, de procédure et de publicité. Concernant l'information au personnel de la société visée, le droit des sociétés et les agissements de l'organe, on se réfère au droit de l'Etat membre dans lequel se trouve le siège social de la société visée (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 16 ; Van Gerven, D., 2008, p. 14).

¹⁷ Article 4 de la directive

¹⁸ Si l'introduction date d'avant le 20 mai 2006, les autorités des marchés concernés décident, et à défaut, la société visée (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 16 ; Van Gerven, D., 2008, p. 11).

2.2.3.3. La transparence des sociétés cotées

La directive prévoit également la publication¹⁹ d'informations détaillées par les sociétés cotées sur un marché réglementé de l'Union Européenne²⁰ : (1) structure du capital, catégories d'actions, droits et obligations liés et pourcentage du capital social représenté, (2) restrictions au transfert de titres, (3) participations significatives directes et indirectes, (4) identité des détenteurs de titres assortis de droits de contrôle spéciaux et description de ces droits, (5) mécanismes de contrôle des systèmes d'actionnariat du personnel, (6) restrictions au droit de vote, (7) accords entre actionnaires, connus de la société, pouvant restreindre le droit de vote ou le transfert de titres, (8) règles de modification des statuts, de nomination et de remplacement des membres de l'organe, (9) pouvoirs des membres de l'organe, (10) accords importants dont la société fait partie, pouvant prendre effet, être modifiés ou prendre fin à cause d'une offre, et leurs effets, (11) accords entre la société et les membres de l'organe ou du personnel, prévoyant des indemnités de démission ou de licenciement (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, pp. 19-20).

2.2.3.4. Les offres volontaires et obligatoires

La directive ne prévoit pas de règle spécifique pour les **offres volontaires**. Elle doivent simplement respecter les principes généraux et les règles de procédure contenues dans la directive. L'**offre obligatoire** est une protection prévue pour les actionnaires minoritaires²¹, l'Etat peut prévoir des protections complémentaires ne nuisant pas au bon déroulement de l'offre. Lorsqu'une personne acquiert des titres d'une société et en obtient de cette façon le contrôle²², elle est obligée de faire une offre à tous les actionnaires restants, sur la totalité de leurs parts et à un prix équitable, dans les plus brefs délais, sauf si le contrôle a été acquis suite à une telle offre. Le seuil de contrôle²³ et sa méthode de calcul sont déterminés par l'Etat membre où se trouve le siège social de la société visée (Parlement Européen et Conseil de

¹⁹ Publication dans les rapports annuel consolidé et non consolidé et explication de l'organe lors de l'assemblée générale (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 20 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 14-15).

²⁰ Article 10 de la directive

²¹ Article 5 de la directive

²² Le contrôle est le fait de détenir un certain pourcentage de droits de vote dans la société visée, ce pourcentage comprend les droits de vote détenus par l'acquéreur et les personnes agissant de concert avec lui, directement et indirectement. Les personnes agissant de concert sont des personnes qui coopèrent selon un accord implicite ou explicite qui vise à acquérir le contrôle de la société visée ou à faire échouer une offre (Van Gerven, D., 2008, pp. 16-17).

²³ Autrement dit, la part d'actions ou de droits de vote qui confère légalement le contrôle de l'entreprise.

l'Union Européenne, 2004, p. 17 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 16-17). Le prix équitable est le prix le plus élevé payé par l'offrant et les personnes agissant de concert avec lui pour les mêmes titres pendant une période de six à douze mois précédant l'offre - déterminée par les Etats. Il peut être modifié par les autorités de contrôle sur décision motivée et publique. Le paiement peut comporter des titres, des espèces, ou les deux, une alternative en espèces devant être proposée dans certains cas ou quand les Etats l'exigent (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 17 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 18-19).

2.2.3.5. Information et document d'offre²⁴

L'offre doit être rendue publique²⁵ dès que possible et l'autorité de contrôle doit être informée de l'intention de faire une offre dès que possible - avant la publication de l'offre si l'Etat l'exige (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 18 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 6, 19). Dès la publication de l'offre, l'organe de la société visée et de l'offrant informent le personnel. Un document d'offre est rendu public et contient les informations nécessaires aux actionnaires pour leur prise de décision. Dans certains cas, le document est soumis à l'approbation de l'autorité de contrôle avant sa publication, permettant la reconnaissance mutuelle dans les Etats membres grâce au « passeport européen²⁶ » (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 18 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 20, 22). Certaines informations y sont obligatoirement mentionnées : (1) les termes de l'offre, (2) l'identité de l'offrant, sa dénomination et son siège social, (3) les titres - et catégories - concernés, (4) la contrepartie offerte - sa méthode de calcul si l'offre est obligatoire - et les modalités de paiement, (5) l'indemnisation prévue en compensation de droits qui pourraient être supprimés, les modalités de paiement et la méthode de détermination, (6) la quantité maximale de titres que l'offrant s'engage à acquérir, (7) les parts que l'offrant et personnes agissant de concert détiennent déjà dans la société visée, (8) les conditions de l'offre, (9) les projets de l'offrant pour les activités des sociétés visée et offrante, l'emploi et les conditions de travail, (10) la période d'acceptation de l'offre, (11) des informations sur les titres offerts en contrepartie, (12) des informations sur le financement de l'offre, (13) l'identité des

²⁴ Article 6 de la directive

²⁵ Au sens large, c'est-à-dire à l'attention d'un grand nombre de personnes, les détenteurs de titres de la société, par des moyens appropriés de publication (Van Gerven, D., 2008, p. 6).

²⁶ Le système de passeport européen présente deux limites : (1) les autorités des autres pays peuvent demander l'ajout d'informations particulières au marché concerné dans certains cas et (2) la législation des autres Etats membres peut exiger que le document soit disponible dans une ou plusieurs de ses langues officielles (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 18 ; Van Gerven, D., 2008, p. 22). Les autorités des autres pays peuvent donc soumettre le document d'offre amendé à leur propre acceptation, limitant ainsi l'intérêt du passeport européen (Van Gerven, D., 2008, p. 22).

personnes agissant de concert avec l'offrant, leur forme, dénomination, siège social et lien avec l'offrant - et si possible la société visée, (14) et finalement, les juridictions compétentes et la législation s'appliquant aux contrats entre l'offrant et les détenteurs de titres de la société visée. Les parties de l'offre communiquent à la demande de l'autorité de contrôle les informations sur l'offre nécessaires à l'exercice de ses fonctions (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 18 ; Van Gerven, D., 2008, p. 21).

2.2.3.6. La procédure

La période d'acceptation²⁷ de l'offre dure entre deux et dix semaines à partir de sa publication et est déterminée par les Etats. Les Etats peuvent autoriser une période plus longue, l'offrant doit alors notifier son intention de clôturer l'offre deux semaines à l'avance. La législation nationale peut aussi prévoir des cas spéciaux dans lesquels la période peut être modifiée et autoriser l'autorité de contrôle à donner une dérogation à la société visée pour l'organisation d'une assemblée générale concernant l'offre. Pour des raisons de transparence, les offres sont rendues publiques²⁸, selon des modalités définies par les Etats de façon à garantir que les informations sont disponibles facilement et rapidement pour les actionnaires et les employés des sociétés concernées (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, pp. 18-19 ; Van Gerven, D., 2008, p. 26).

2.2.3.7. Les obligations de l'organe de la société visée

L'article 9 prévoit des obligations pour l'organe de la société visée : (1) La neutralité de l'organe : pendant la période d'acceptation de l'offre, l'organe doit obtenir l'autorisation préalable de l'assemblée générale pour prendre une décision qui risquerait de faire échouer l'offre - sauf pour rechercher d'autres offres²⁹ (Commission Européenne, 2007, p. 5 ; Kotlarik, M., 2008, p. 29 ; Van Gerven, D., 2008, p. 28). L'Etat peut prévoir que cette autorisation soit nécessaire dès le moment auquel l'organe prend connaissance de l'imminence de l'offre. Si la décision en question est prise avant la publication de l'offre mais n'a pas encore été mise en oeuvre, sort des activités normales de la société et risque de faire échouer l'offre, elle doit aussi être approuvée par l'assemblée générale. Les Etats membres

²⁷ Article 7 de la directive

²⁸ Article 8 de la directive

²⁹ Ces décisions sont généralement prises par l'entreprise pour se défendre contre une OPA hostile, c'est-à-dire pour laquelle l'offrant n'a pas prévenu l'organe de la société visée ou qui n'a pas été recommandée par cet organe aux actionnaires concernés (Kotlarik, M., 2008, p. 29).

peuvent prévoir des modalités de convocation d'assemblées générales à bref délai - minimum deux semaines après la convocation - pour voter ces autorisations (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 19 ; Van Gerven, D., 2008, p. 28). (2) L'organe de la société visée rend public un **avis motivé** à propos de l'impact de l'offre, le communique aux représentants du personnel et le publie conjointement, si possible, avec l'avis de ces représentants (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 19 ; Van Gerven, D., 2008, p. 30).

2.2.3.8. La neutralisation des restrictions

Afin de garantir un environnement équitable pour le déroulement des OPA et permettre aux actionnaires de décider librement de les accepter ou non, l'article 11 prévoit un principe de neutralisation des restrictions. Durant la période d'acceptation de l'offre, les restrictions au transfert des titres - contenues dans les statuts et accords contractuels - sont inopposables à l'offrant et les restrictions au droit de vote - contenues dans les statuts et accords contractuels, conclues après la date d'adoption de la directive - n'ont aucun effet lors d'une assemblée générale d'approbation de mesures de défense. Les titres à plusieurs droits de vote ne valent qu'une voix lors de ces assemblées générales (Kotlarik, M., 2008, p. 29 ; Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 20 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 31-32). Lorsque l'offrant détient 75% du capital suite à une offre, les restrictions au transfert des titres et aux droits de vote, ainsi que les droits spéciaux de nomination et révocation des membres de l'organe, contenus dans les statuts, ne s'appliquent pas. Les titres assortis de plusieurs droits de vote n'en valent qu'un, lors de la première assemblée générale convoquée après la fin de l'offre par l'offrant pour modifier les statuts, nommer ou révoquer les membres de l'organe. L'offrant peut convoquer cette assemblée générale dans un délai court de minimum deux semaines. Quand des droits sont supprimés conformément aux articles 11 ou 12, une indemnisation équitable pour les pertes subies par les détenteurs de ces droits est prévue dans le document d'offre, chaque Etat membre en prévoit la détermination et les modalités de paiement (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 20 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 32-33). L'article 11 ne s'applique pas quand un Etat possède des titres de la société visée assortis de droits spécifiques, aux droits spéciaux prévus par le droit national, ni aux sociétés coopératives (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, pp. 20-21).

2.2.3.9. Les dérogations

Les Etats peuvent déroger dans leur législation³⁰ aux articles 9³¹ §2 et §3 et 11³², mais doivent permettre les entreprises de les appliquer volontairement - et de revenir en arrière - sur décision de l'assemblée générale, suivant les règles nationales de modification des statuts dans l'Etat où se trouve le siège social. La décision est communiquée aux autorités de contrôle des Etats dans lesquels les titres sont admis sur des marchés réglementés et où se trouve le siège social. L'Etat peut exempter les sociétés qui appliquent les articles 9 §2 et §3, et 11, de les appliquer lorsqu'elles font l'objet d'une offre de la part d'une autre société qui ne les applique pas - ou contrôlée par une telle société -, sur autorisation de l'assemblée générale de la société visée, maximum 18 mois avant la publication de l'offre (Kotlarik, M., 2008, p. 29 ; Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 21 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 28-29, 36-37).

2.2.3.10. Le *squeeze-out* et le *sell-out*

Quand une offre porte sur tous les titres de tous les détenteurs de titres d'une société, l'offrant peut exiger que tous les détenteurs restants lui cèdent leurs titres à un juste prix - prenant la même forme que celui de l'OPA ou en espèces³³ - : (1) lorsque l'offrant acquiert l'équivalent de 90% du capital et 90% des droits de vote - les Etats peuvent élever ces seuils jusqu'à 95% - ou (2) lorsque suite à l'acceptation de l'offre, l'offrant s'engage à acquérir au moins l'équivalent de 90% du capital assorti de droits de votes et 90% des droits de votes concernés par l'offre. L'Etat peut prévoir qu'un paiement en espèces soit d'office proposé. Si le *squeeze-out* fait suite à une offre obligatoire, le prix de cette offre est supposé juste. S'il s'agit d'une offre volontaire, le prix est présumé juste si l'offrant a pu acquérir au moins l'équivalent de 90% du capital assorti de droits de vote par cette offre. Les Etats peuvent prévoir que lorsqu'il y a plusieurs catégories de titres, le recours au *squeeze-out* ne puisse être exercé que pour la catégorie pour laquelle les seuils vu ci-avant sont atteints. Le *squeeze-out* doit être lancé dans les trois mois qui suivent la fin du délai d'acceptation de l'offre. Un détenteur de titres restant peut exiger que l'offrant les lui rachète³⁴ à un juste prix, si les conditions sont les mêmes que

³⁰ Article 12 de la directive

³¹ Neutralité de l'organe

³² Neutralisation des restrictions

³³ Article 15 de la directive

³⁴ Article 16 de la directive

dans l'article 15³⁵ §2, dans les trois mois qui suivent la fin du délai d'acceptation de l'offre. C'est ce qu'on appelle le « *sell-out* » (Kotlarik, M., 2008, p. 29 ; Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, pp. 21-22 ; Van Gerven, D., 2008, pp. 38-39).

2.2.3.11. Les sanctions et les autres dispositions

Les Etats décident des sanctions pour le non respect des règles nationales d'application de la directive et les mettent en oeuvre³⁶ (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, p. 22 ; Van Gerven, D., 2008, p. 39). Ils décident également des règles concernant : la caducité, la révision, la concurrence, la publication des résultats et l'irrévocabilité des offres ainsi que les conditions autorisées³⁷. Un comité de contact³⁸ est mis en place pour faciliter l'harmonisation de l'application de la directive et conseiller la Commission pour d'éventuelles modifications à lui apporter. Cinq ans après la date de transposition, la Commission réévalue la directive en vue d'une éventuelle révision³⁹. Les Etats membres transposent la directive et instaurent les règles de mise en oeuvre au plus tard le 20 mai 2006⁴⁰ en faisant référence à la directive. La directive s'adresse aux Etats membres⁴¹ et entre en vigueur vingt jours après sa publication au Journal Officiel⁴² (Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2004, pp. 21-23).

3. Partie analytique

Dans cette seconde partie nous présentons notre méthodologie et les résultats de nos recherches. Nous expliquons comment nous avons choisi les pays de notre échantillon et le comportement qui attendu pour ces pays selon la théorie que nous avons présentée plus haut. Nous détaillons ensuite les deux grands éléments sur lesquels se base notre analyse : (1) les débats et positions nationales et (2) la transposition de la directive dans les pays de notre échantillon.

³⁵ *squeeze-out*.

³⁶ Article 17 de la directive

³⁷ Article 13 de la directive

³⁸ Article 19 de la directive

³⁹ Article 20 de la directive

⁴⁰ Article 21 de la directive

⁴¹ Article 23 de la directive

⁴² Article 22 de la directive

Nous avons délibérément choisi de limiter notre étude à la phase de transposition, bien que la théorie décrit également la mise en oeuvre. Nos conclusions se baseront donc uniquement sur les éléments découverts au travers de l'analyse de la transposition. La raison de cette focalisation vient du fait qu'analyser la mise en oeuvre concrète d'une législation dans un pays est un travail très conséquent, qui requiert du temps, l'accès à une grande quantité d'information et la connaissance pratiquement obligatoire des langues nationales pour analyser les documents produits au niveau national. Nous abordons toutefois l'aspect de la mise en oeuvre à la fin de cette partie pratique afin d'en dessiner les contours et suggérer des pistes pour une étude complémentaire à celle-ci. L'idée est que si l'analyse de la phase de transposition révèle que les éléments de la théorie de Causse et Falkner ne s'appliquent pas à notre directive, une étude de la phase de mise en oeuvre n'est alors pas nécessaire pour déterminer si la théorie est généralisable au domaine de la gouvernance des entreprises. A l'inverse, si cette analyse démontre que la théorie est correcte pour la phase de transposition, une analyse complémentaire sur la mise en application serait alors nécessaire afin d'obtenir une réponse complète sur la validité de la théorie dans le monde des entreprises.

3.1. La méthodologie

3.1.1. Le choix des pays à analyser

Pour étudier les quatre mondes de conformité, nous avons décidé d'observer un pays par monde, parmi ceux qui ont été étudiés par les auteurs, afin de limiter l'ampleur de notre travail et comparer nos résultats avec ceux de l'étude. Le choix de ces pays s'est fait en fonction de critères objectifs. Le premier critère est celui de la population, afin d'isoler dans un premier temps les pays les plus représentatifs de leur groupe en termes de taille. Dans le tableau suivant, les pays dont la population est la plus importante pour chaque groupe apparaissent en **caractères gras**.

Population (nombre d'habitants) par pays au 1er janvier 2014 (Eurostat, 2015a) :			
Monde légaliste	Monde de la politique nationale	Monde la négligence au stade de transposition	Monde des lettre mortes
Danemark : 5,627,235 Finlande : 5,451,270 Suède : 9,644,864	Allemagne : 80,767,463 Autriche : 8,506,889 Belgique : 11,203,992 Espagne : 46,512,199 Pays-Bas : 16,829,289 Royaume-Uni : 64,308,261	Hongrie : 9,877,365 Irlande : 4,605,501 Italie : 60,782,668 Rép. Tchèque : 10,512,419 Slovaquie : 5,415,949 Slovénie : 2,061,085	France : 65,835,579 G-D du Luxembourg : 549,680 Grèce : 10,926,807 Portugal : 10,427,301

Nous ne pouvons pas baser notre choix sur ces données uniquement car cela pose un problème en termes de répartition géographique. En effet, nous remarquons qu'aucun pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) n'est représenté dans l'échantillon. C'est pourquoi nous avons choisi de sélectionner d'autres critères. Selon ces premiers chiffres, le PECO à sélectionner serait la République Tchèque.

Comme second critère nous avons choisi le nombre d'entreprises en sélectionnant seulement les entreprises privées et publiques cotées en bourse et à responsabilité limitée pour coller au mieux au groupe concerné par les OPA. Les pays qui comportent le plus d'entreprises de ce type pour chaque groupe sont mis en **évidence** dans le tableau suivant.

Nombre d'entreprises par pays en 2013 - privées ou publiques cotées en bourse et à responsabilité limitée (Eurostat, 2015b) :			
Monde légaliste	Monde de la politique nationale	Monde la négligence au stade de transposition	Monde des lettre mortes
Danemark : 106,566 Finlande : 138,519 Suède : 347,015	Allemagne : 595,151 Autriche : 91,927 Belgique : 358,341 Espagne : 1,200,936 Pays-Bas : 262,387 Royaume-Uni : 1,523,665	Hongrie : 235,766 Irlande (2012) : 94,721 Italie : 795,435 Rép. Tchèque : 220,715 Slovaquie : 134,049 Slovénie : 53,633	France : 1,402,732 G-D du Luxembourg : 24,510 Grèce : pas de données Portugal : 302,579

Le problème de la répartition géographique subsiste, mais nous constatons tout de même que le Royaume-Uni pourrait être un choix plus pertinent que l'Allemagne pour représenter le monde de la politique nationale. Le PECO que nous sélectionnerions sur base de ce critère-ci serait la Hongrie.

Pour trancher entre l'Allemagne et le Royaume-Uni et entre la République Tchèque et la Hongrie nous observons un troisième critère, celui du nombre d'opérations de fusion et d'acquisition. Nous avons trouvé plusieurs ensembles de statistiques dont les deux suivants, les pays qui ont les valeurs les plus importantes pour chaque monde sont mis en **évidence** dans les tableaux suivants.

Top 20 global des marchés visés pour des fusions et acquisitions - nombre total d'opérations de plus de 100 millions de dollars US entre le 1er janvier 2014 et le 15 juin 2014 inclus (Allen & Overy LLP, 2014, pp. 20-21) :

1	Etats-Unis : 101	11	Corée du Sud : 15
2	Royaume-Uni : 38	12	Hong Kong : 11
3	Allemagne : 30	13	Pays-Bas : 10
4	Canada : 30	14	Inde : 10
5	Chine : 27	15	Irlande : 9
6	Italie : 27	16	Singapour : 9
7	Australie : 22	17	Malaisie : 9
8	France : 19	18	Norvège : 8
9	Espagne : 16	19	Mexique : 8
10	Brésil : 15	20	Suède : 6

Top 20 des marchés visés (EMEA - Europe, Moyen Orient et Afrique) par des fusions et acquisitions - valeur en millions de dollars US entre le 1er janvier 2014 et le 31 octobre 2014 (Thomson Reuters, 2014, p. 4) :

1	France : 154,632.7	11	Russie : 16,598.0
2	Royaume Uni : 132,142.2	12	Finlande : 15,596.2
3	Irlande : 66,194.8	13	Danemark : 12,148.6
4	Allemagne : 63,422.9	14	Afrique du Sud : 7,479.7
5	Pays-Bas : 46,447.8	15	Autriche : 5,938.5
6	Espagne : 43,674.1	16	République Tchèque : 5,491.9
7	Suisse : 29,063.5	17	Qatar : 5,362.7
8	Italie : 26,108.7	18	Turquie : 5,012.2
9	Norvège : 22,262.9	19	Emirats Arabes Unis : 4,976.2
10	Suède : 19,033.6	20	Pologne : 4,230.7

Quatre pays se démarquent : La Suède, le Royaume-Uni, la France et la République Tchèque. Ces pays reviennent également dans les critères vus précédemment et sont bien répartis géographiquement, c'est pourquoi nous les sélectionnons pour notre analyse. Le fait de choisir dans chaque monde les Etats aux valeurs les plus importantes pour ces différents critères doit nous permettre de trouver plus facilement de l'information et des études effectuées à leur propos, en français et en anglais. Le critère géographique est choisi pour justifier la représentativité de l'échantillon pour l'Union Européenne.

3.1.2. Le comportement attendu de l'échantillon selon la théorie

Maintenant que nous avons sélectionné les pays à analyser, nous pouvons préciser quels sont les éléments de la théorie des mondes de conformité que nous devons observer pour évaluer sa validité pour la phase de transposition dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, pour les Etats que nous avons sélectionnés.

D'après la théorie de Causse et Falkner, les pays du **monde légaliste** se caractérisent par une transposition des règles « fidèle et ponctuelle », et ce même en cas de « conflits politiques, idéologiques ou d'intérêts ». Les règles sont habituellement adaptées au contexte et au

système exécutif national (Causse, E. et Falkner, G., 2009, p. 6). Nous observerons donc si la Suède a bel et bien transposé la directive correctement et dans les délais, et si cette transposition a été influencée par d'éventuels débats au niveau national. Nous vérifierons aussi si des adaptations au contexte national sont visibles.

Les pays du **monde de la politique nationale** se caractérisent également par une transposition des règles « fidèle et ponctuelle », lorsque la règle communautaire est en adéquation avec les intérêts nationaux. Lorsque des conflits apparaissent, ce sont généralement les intérêts nationaux qui l'emportent. La fidélité et la ponctualité de la transposition dépend alors de l'importance de l'écart avec les intérêts nationaux, en cas d'opposition forte, le non-respect est habituel (Causse, E. et Falkner, G., 2009, p. 6). Pour le Royaume-Uni, nous observerons donc si la directive est bien transposée correctement et dans les délais, et si cela correspond à la position du pays par rapport à cette directive.

Les pays du **monde de la négligence au stade de transposition** se caractérisent par une certaine inactivité - ignorance de l'obligation de transposer -, en l'absence d'action coercitive de la part des institutions européennes. Cela est dû soit à la croyance que les règles nationales sont supérieures, soit à une défaillance du système administratif. Une fois que les autorités supranationales interviennent, le pays lance un processus de transposition rapide. Les dispositions de la directive subissent généralement une traduction littérale plutôt qu'une adaptation au contexte national (Causse, E. et Falkner, G., 2009, pp. 6-7). Nous observerons donc si la France fait preuve de négligence comme suggéré par la théorie, et si la transposition a eu lieu dans les temps. Nous observons également si la transposition des dispositions est adaptée au contexte ou non.

Selon la théorie des mondes de conformité, les pays du **monde des lettres mortes** se caractérisent par une transposition plus performante que dans beaucoup d'anciens Etats membres. Lorsque la règle communautaire est en opposition avec les intérêts nationaux, il y a toutefois une contestation politique qui apparaît (Causse, E. et Falkner, G., 2009, p. 9). Nous observerons si la transposition est aussi bonne en République Tchèque qu'attendue et s'il y a une forme de contestation au niveau national à son propos.

3.1.3. Les éléments à observer

La théorie de Causse et Falkner se base sur les deux grandes étapes de la mise en oeuvre des directives : (1) la transposition, (2) la mise en application - contrôle et sanctions. Nous observons en particulier, comme précisé plus haut, la phase de transposition pour chacun des

Etats membres de notre échantillon, au travers d'études qui ont été menées sur ce sujet, afin de se faire une idée globale de la situation et pouvoir la comparer avec la théorie. Le but est d'observer s'il y a des similitudes afin de pouvoir estimer si la théorie est valable dans le domaine de la gouvernance des entreprises, autant que dans le domaine social, dans le cas particulier de la directive sur les OPA.

Nous nous basons sur diverses sources d'information : (1) médias et études à propos des débats concernant la directive au niveau national, (2) procès verbaux des réunions du Conseil de l'Union Européenne - pour en savoir plus concernant les positions nationales de chaque pays de notre échantillon, sauf la République Tchèque qui ne faisait pas encore partie de l'Union lors du processus d'adoption de la directive -, (3) une grille d'analyse que nous avons établie à partir d'articles et ouvrages, qui compare les articles de la directive avec les dispositions nationales - afin de vérifier la transposition en tant que telle et son adaptation aux spécificités des Etats étudiés, (4) des rapports de la Commission Européenne et des études scientifiques.

3.2. Les débats nationaux et négociations au Conseil de l'Union Européenne

Certains pays avaient déjà des règles pour encadrer les OPA depuis longtemps tandis que d'autres en ont développé, pour répondre à l'augmentation du nombre d'OPA ou prévoir l'adoption de la directive, en s'inspirant parfois des règles en cours de débat au niveau européen. A l'époque, les propositions s'inspiraient largement du *City Code* britannique, cela impliquant quelques similitudes dans les règles de certains pays membres. Les législations restent tout de même assez différentes selon les pays, même après la transposition de la directive. Leurs points de vue très différents sont d'ailleurs apparus et ont perduré au cours des négociations (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 2).

3.2.1. Dans l'Union Européenne

Lorsque la Commission Européenne a proposé la directive sur les OPA, l'idée était que ces offres bénéficient aux entreprises, aux actionnaires et à l'économie toute entière. Elles facilitent les restructurations et consolidations des sociétés, leur permettant de cette façon d'atteindre une taille optimale et compétitive. Les OPA permettent également d'améliorer la qualité de la gouvernance des entreprises ainsi que leur performance par la dissémination de bonnes pratiques de gestion et l'apport de retours sur investissement pour les actionnaires (Commission Européenne, 2007, p. 3). La directive n'instaure pas de règles uniformes pour

l'Union Européenne car elle n'harmonise que certains aspects de la question, sans aller dans les détails, et peut être mise en oeuvre différemment dans chaque pays - certaines dispositions étant optionnelles (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 12).

C'est en 1989 que la Commission Européenne propose une directive concernant les OPA pour la première fois, soit quinze ans avant l'adoption de la directive 2004/24/CE. Cette première proposition a rencontré une grande opposition des Etats membres qui la trouvaient trop détaillée pour permettre une harmonisation consensuelle et acceptable dans des cultures et législations très différentes, nécessitant une plus grande marge de manoeuvre (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 1 ; Van Gerven, D., 2008, p. 5 ; Zumbansen, P., 2004, p. 873). A l'époque, les principaux points de débat étaient l'offre obligatoire et la limitation des mesures de défense. Après de multiples consultations auprès des Etats, la Commission présente une nouvelle proposition de directive en 1996 contenant des principes plus généraux (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 1 ; Van Gerven, D., 2008, p. 5 ; Zumbansen, P., 2004, p. 874). Celle-ci fait encore l'objet de beaucoup de débats, notamment à propos des droits des employés, la limitation des mesures de défense - principe de neutralité de l'organe - et aucun accord n'est trouvé au Parlement Européen malgré une procédure de conciliation (Cioffi, J.W., 2001, p. 9 ; Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 1 ; Van Gerven, D., 2008, p. 5).

Un Groupe de Haut Niveau constitué d'experts en droit des sociétés est alors mis en place et remet un rapport en 2002 sur base duquel la Commission rédige une nouvelle proposition (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 1 ; Van Gerven, D., 2008, p. 5 ; Zumbansen, P., 2004, p. 868). Deux nouvelles idées sont proposées par le groupe de haut niveau : (1) des droits de vote égaux pour les détenteurs de titres, et (2) la neutralisation de toutes les barrières à la prise de contrôle lorsque l'offrant détient 75% des parts en capital (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 12 ; Zumbansen, P., 2004, p. 868). Ces idées ont été controversées car, selon certains Etats, elles vont à l'encontre du principe de protection des droits des actionnaires détenant des actions assorties de droits de vote multiples, ce qui pose problème notamment aux Etats scandinaves et à la France. La Commission lance alors une nouvelle proposition amendée sans inclure totalement les propositions du groupe de haut niveau mais en reprenant la règle de neutralisation des restrictions (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 13 ; Zumbansen, P., 2004, p. 870). L'accord politique a enfin pu être atteint grâce au « compromis portugais » et la directive est adoptée en 2004, avec un délai de transposition courant jusque mai 2006 (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 1 ; Kotlarik, M., 2008, p. 28 ; Van Gerven, D., 2008, p. 5). Ce compromis a permis de calmer la controverse concernant les articles 9 et 11 à propos des principes de neutralité de l'organe et de neutralisation des

restrictions et de débloquent la situation. Celui-ci visait premièrement à rendre ces deux articles optionnels tout en obligeant les Etats de permettre les entreprises de les appliquer volontairement. La deuxième partie du compromis comprenait la règle de réciprocité, permettant aux Etats qui avaient choisi d'adopter les articles 9 et 11, d'autoriser leurs entreprises à y déroger si l'offrant ne les applique pas (Ducourtieux, C., 2005, n.a. ; Hertig, G. et McCahery, J. A., 2003, p. 204 ; Kotlarik, M., 2008, p. 28). L'article 12 réduit donc la dureté des dispositions des articles 9 et 11 et permet aux entreprises de se retrouver sur un pied d'égalité concernant les mesures de défense (Breton, T., 2005, n.a. ; Direction de l'information légale et administrative, 2006, n.a. ; Ducourtieux, C., 2005, n.a.).

3.2.2. Dans l'échantillon

3.2.2.1. Les négociations dans les institutions européennes

Pour cette partie nous décrivons brièvement les positions de la Suède, de la France et du Royaume-Uni lors des travaux précédant l'adoption de la directive 2004/25/CE, surtout au sein du Conseil de l'Union Européenne. La position de la République Tchèque n'est pas abordée ici étant donné qu'elle n'a adhéré à l'Union Européenne qu'après la publication de la directive au Journal Officiel, elle n'a donc pas participé à ces négociations. Nous avons consulté pour ce faire, le registre des procès verbaux des réunions du Conseil de l'Union Européenne. Nous ne présentons que les informations qui sont à la fois disponible sur le site, et qui concernent les Etats de notre échantillon⁴³.

Lors des discussions qui ont eu lieu le 8 novembre 2002⁴⁴, les articles 10 - information sur les sociétés visées - et 11 - neutralisation des restrictions - ont été abordés. Ce qu'il en ressort c'est qu'à la fois la Suède, le Royaume-Uni et la France expriment des réserves par rapport à l'article 11. La Suède en particulier est opposée à ce que cette mesure s'applique aux droits de vote multiples.

Lors de la réunion du 20 novembre 2002⁴⁵, les pays de l'échantillon ont principalement discuté des articles 5 - offre obligatoire -, 14 - *squeeze-out* -, 15 - *sell-out* - et 17 -

⁴³ Dans les commentaires qui suivent et les tableaux sur lesquels ils se basent, les numéros des articles peuvent ne pas correspondre aux numéros des articles qui figurent dans la directive finale, étant donné que les travaux portent sur la proposition de la Commission, qui a ensuite été amendée avant adoption.

⁴⁴ Voir tableau 1, annexe 1.

⁴⁵ Voir tableau 2, annexe 1.

comitologie. Concernant l'article 5, la France, le Royaume-Uni et la Suède sont tous les trois satisfaits de la définition du prix équitable, la Suède et le Royaume-Uni précisent également qu'ils disposent déjà de règles concernant le *sell-out*. Les demandes de modifications pour l'article 5 émanant de la France et du Royaume-Uni sont principalement centrées sur le seuil d'enclenchement de l'offre obligatoire, la nature de la contrepartie, ainsi que la période et les critères de détermination du prix équitable. Pour l'article 14, les demandes des trois pays concernent la possibilité de changer le prix du *squeeze-out* et la fixation d'un délai fixe pour l'exercice de ce droit. Les propositions de modification de l'article 15, de la France et du Royaume-Uni, portent sur la fixation d'un délai fixe, comme pour l'article 14, l'information des actionnaires minoritaires, et le maintien de certains pouvoirs pour l'autorité de surveillance. La France se montre favorable à l'article 17 tandis que les deux autres pays sont réservés à son sujet et demandent le rétablissement d'un comité de contact.

Le 10 janvier 2003⁴⁶, les Etats de l'échantillon ont surtout discuté des articles 10, 11, 14 et 15. Peu de nouvelles modifications ont été suggérées. Le Royaume-Uni a fait part de ses doutes sur l'ensemble de la proposition de directive tandis que la Suède et la France ont rappelé leur désaccord avec l'article 11, notamment parce qu'il s'applique aux droits de vote multiples. Ces deux pays ont défendu leur point de vue respectif, dans une note de mars 2003 pour la France et d'avril 2003 pour la Suède.

Dans une note du 6 mars 2003⁴⁷, le Royaume-Uni formule quelques demandes supplémentaires dont la suppression de l'article 17, la suppression de l'approche multi-critères pour déterminer le prix équitable dans l'article 5 et la détermination des modalités de publication du document d'offre dans la directive. La France a également suggéré des modifications, notamment pour l'article 5, au travers d'une note du 24 mars 2003⁴⁸ : la fixation d'une fourchette pour le seuil de contrôle, la possibilité de déroger à l'offre obligatoire dans certains cas et une approche multi-critères pour la détermination du prix équitable. En avril 2003, c'est au tour de la Suède de proposer des modifications au moyen d'une note⁴⁹, pour les articles 5 et 14, dont une obligation d'adaptation du prix quand l'offrant achète des actions de la société visée, à un prix supérieur à celle de l'offre durant la période d'acceptation de cette dernière.

⁴⁶ Voir tableau 3, annexe 1.

⁴⁷ Voir tableau 4, annexe 1.

⁴⁸ Voir tableau 5, annexe 1.

⁴⁹ Voir tableau 6, annexe 1.

C'est au mois de juin 2003 que la délégation portugaise propose un compromis sensé mettre tous les Etats membres d'accord. Sa volonté est de mettre tous les pays sur un pied d'égalité entre eux et aussi vis-à-vis des pays non membres de l'Union. Cela doit permettre également à chaque Etat de préserver ses propres pratiques en établissant tout de même une certaine harmonisation au niveau européen. Ce compromis comprend trois solutions principales : (1) rendre optionnels certains articles de la directive - 9 et 11 -, (2) permettre les entreprises d'appliquer ces articles sur base volontaire, (3) insérer le principe de réciprocité dans la directive (Conseil de l'Union Européenne, 2003j, pp. 1-2).

Cette proposition a été bien accueillie par la délégation française notamment, qui estime qu'il s'agit « d'un pas dans la bonne direction ». Elle propose de donner encore plus de souplesse aux Etats membres en leur permettant également d'appliquer ou non certaines parties des articles 9 et 11. Par contre, une majorité de délégations, dont les délégations suédoise et britannique, estime que la proposition n'est pas suffisante pour répondre à leurs préoccupations. Les Etats ont également eu l'occasion de partager les options qu'ils préfèrent (Conseil de l'Union Européenne, 2003k, p. 2). Un ensemble de délégations dont la Suède et le Royaume-Uni ont affirmé préférer la suppression pure et simple des articles 9 et 11, tandis qu'un autre groupe d'Etats comprenant la France et la République Tchèque ont insisté sur le fait qu'ils ne soutiennent pas cette solution. La France semblait préférer la dernière proposition révisée de la présidence⁵⁰ à la proposition du Portugal, la Suède était disposée à discuter sur base de cette proposition et était plutôt favorable à priori, tandis que le Royaume-Uni ne peut l'accepter. Dans l'ensemble, aucune délégation n'est opposée à discuter la proposition portugaise (Conseil de l'Union Européenne, 2003k, p. 3).

Lors des discussions du 19 novembre 2003⁵¹, les Etats ont encore fait part de souhaits de modification des articles de la proposition de directive. Des réserves concernant la définition de titres à droit de vote multiple sont exprimées par la Royaume-Uni et la Suède car elle ferait une différence artificielle entre les systèmes nordique et français. La majorité des autres commentaires portent sur les articles 5, 11 et 14 et concernent la volonté des Etats d'émettre des réserves, de supprimer certains alinéas ou de rappeler des demandes déjà exprimées auparavant. Le Royaume-Uni souhaite toujours supprimer l'article 17 tandis que les deux autres pays de l'échantillon y sont opposés.

⁵⁰ C'est-à-dire : Conseil de l'Union Européenne, 2003i, pp. 1-23.

⁵¹ Voir tableau 7, annexe 1.

Fin 2003, un paquet d'amendements issu des négociations informelles entre la Commission, le Conseil de l'Union Européenne et le Parlement Européen est présenté au vote des parlementaires. Trente amendements ont été adoptés formellement et devaient encore être soumis à l'acceptation du Conseil (Conseil de l'Union Européenne, 2003n, pp. 1-2). Nous reprenons dans le tableau récapitulatif qui suit, l'ensemble des demandes des pays de notre échantillon, que nous comparons avec les amendements adoptés par le Parlement Européen, afin d'observer s'ils répondent à leurs desideratas⁵² (Conseil de l'Union Européenne, 2003n, pp. 1-24).

Récapitulatif des demandes de modifications lors des négociations au Conseil de l'Union Européenne	
Suède	* Article 2 §1 : réserve pour la définition des titres à droit de vote multiple * Article 5 §4 : demande la suppression des alinéas 2 et 3 + ajout de l'obligation d'adapter le prix de l'offre si l'offrant ou parties agissant de concert achètent des actions de la société visée à un prix plus élevé que celui de l'offre durant la période d'acceptation * Article 6 §4 : réserve * Article 9 : réserve sur le libellé * Article 11 : réserve sur le libellé * Article 11 §3 : réserve sur l'alinéa 3 * Article 11 §4 : réserve sur l'extrait : "et les titres à droit de vote multiple ne donnent droit qu'à une voix" * Article 11 §4bis : demande que soit précisé qui paie l'indemnisation (pour la sécurité juridique) * Article 14 : préférence d'un délai fixé dans la directive pour l'exercice du droit de squeeze-out + demande que l'état puisse exiger de l'offrant qu'il propose une contrepartie en espèce * Article 14 §3 : demande que l'autorité de surveillance ou les tribunaux puissent fixer un prix différent + ajout de "Sans préjudice des droits et des obligations prévus par le droit national des sociétés, l'offrant..." * Article 14 §5 : demande que les autorités puissent déroger à la présomption * Article 15 : demande que l'état puisse exiger de l'offrant qu'il propose une contrepartie en espèce * Article 17 : demande rétablissement d'un comité de contact + demande suppression de l'article
Royaume-Uni	* Article 2 §1 : demande d'autoriser les états à exclure du bénéfice de certaines dispositions, les offrants hors UE + réserve pour la définition des titres à droit de vote multiple * Article 5 §4 : demande ajout précision que l'état puisse choisir période prise en compte pour le calcul du prix équitable, entre six et douze mois précédant l'offre + demande de suppression des alinéas 2 et 3 * Article 5§5 : contrepartie devrait comprendre dans tous les cas possibilité de paiement espèces * Article 6 §4 : demande que les modalités de publication des informations devant être contenues dans le document d'offre soient prévues directement dans la directive et ne puissent être modifiées * Article 11 : demande précision sur exclusion des actions spécifiques * Article 11 §4 : précision demandée : à partir de quand il s'applique ? * Article 14 : demande précision que squeeze-out harmonisé par directive ne s'applique que suite à une OPA * Article 14 §2 : demande de précision : "qui a acquis ou s'est engagé à acquérir" * Article 14 §3 : demande que l'autorité de surveillance ou les tribunaux puissent fixer un prix différent * Article 15 : demande un délai limite pour l'exercice du sell-out + demande que soit ajoutée pour l'actionnaire majoritaire l'obligation d'information les actionnaires minoritaires lorsqu'il passe le seuil pour le sell-out. * Article 17 : demande rétablissement d'un comité de contact + demande de suppression de l'article

⁵² Les articles colorés sont ceux qui sont explicitement pris en compte dans les travaux en date du 16 décembre 2003 :

bleu = parfaitement, vert = en partie, orange = pas retenu.

Récapitulatif des demandes de modifications lors des négociations au Conseil de l'Union Européenne	
France	* Article 5 : demande que l'état puisse autoriser l'autorité de surveillance à tenir compte d'autres critères pour la définition du prix équitable * Article 5 §3 : demande que le seuil soit compris entre 25 et 40% des droits de vote + proposition d'une dérogation à l'offre obligatoire dans certains cas * Article 5§4 : proposition d'une période harmonisée * Article 5 §5 : suppression du dernier alinéa * Article 5 §6 : souhaite le maintien du paragraphe ou à défaut : une approche multicritères pour la détermination du prix équitable + critères de dérogation doivent être définis dans la directive * Article 5 §7 : demande suppression du paragraphe * Article 10 : demande d'une protection concernant le secret des affaires (possibilité de suspension de publication des points g) et j) quand cela touche au secret des affaires) * Article 11 §4bis : réserve sur la nécessité d'imposer l'obligation aux états de déterminer les conditions et modalités de paiement * Article 14 : demande précision que squeeze-out harmonisé par directive ne s'applique que suite à une OPA * Article 14 §2 alinéa 2 : réserve car considéré comme superflus * Article 14 §3 : demande que l'autorité de surveillance ou les tribunaux puissent fixer un prix différent * Article 15 : demande que disposition nationale existante (soumission au pouvoir de l'autorité de surveillance) puisse être maintenue

La directive et les amendements adoptés par le Parlement Européen ont finalement été adoptés le 21 avril 2004 par le Conseil (Conseil de l'Union Européenne, 2004, pp. 1-39). Nous constatons que pour chacun des pays, des concessions ont dû être consenties puisque toutes les demandes de modification n'ont pas été entendues. Dans ce que nous avons pu observer, la Suède avait 17 demandes, dont six ont été traitées positivement et retenues dans le texte final. Le Royaume-Uni avait 15 demandes, huit ont été prises en compte dans la directive finale. Pour la France, sur 14 demandes, six ont été prises en compte.

3.2.2.2. Le rejet de la proposition précédente

Pour comprendre les enjeux nationaux des pays que nous avons décidé d'observer, il est intéressant de se pencher sur les raisons de l'échec de la précédente version de la proposition de directive qui avait pourtant le soutien des Etats membres au Conseil de l'Union Européenne.

En 2001, la proposition précédente avait été rejetée au Parlement Européen, principalement à cause de l'opposition politique des groupes de pression patronaux et des employés, à l'encontre d'une forme de capitalisme privilégiant les intérêts des actionnaires dans la gouvernance des entreprises et dans l'économie (Cioffi, J.W., 2001, p. 1 ; Parlement Européen, 2001, n.a.). Cette proposition était à l'époque la tentative la plus claire d'introduire en Europe la vision anglo-saxonne en faveur des intérêts des actionnaires. C'est pourquoi elle a suscité tant de division politique de la part de pays aux traditions très différentes. Le noeud du problème se situait surtout au niveau de l'article 9 sur la neutralité de l'organe. La controverse autour de cet article a pris le pas sur des dispositions importantes telles que l'offre

obligatoire et l'égalité de traitement des actionnaires et a détourné le débat politique du thème de l'amélioration de la gouvernance des entreprises vers le sujet de l'attractivité des OPA hostiles (Cioffi, J.W., 2001, pp. 3-4).

La directive est sensée augmenter la liquidité du marché des titres et soutenir la restructuration des entreprises européennes - dissolution des conglomérats et meilleure spécialisation des entreprises - pour une économie plus efficiente. La directive visait aussi à augmenter l'attractivité du marché européen des titres en faisant croître les rentes des actionnaires et leur protection - ce qui doit profiter aux jeunes entreprises qui dépendent fortement du capital des investisseurs. Cela doit cependant être observé à la lumière des déficiences qui existent dans le système anglo-saxon (Cioffi, J.W., 2001, p. 4). L'impact des OPA sur la gouvernance et la restructuration des entreprises n'est pas aussi clair et les études empiriques ne permettent pas de faire de conclusions à cet égard. Des problèmes peuvent apparaître comme nous l'avons vu, lorsque les acteurs cherchent leur propre profit plutôt que la compétitivité économique, avec tous les effets pervers que l'on connaît - leviers excessifs, vision à court-terme, inégalités de revenu entre actionnaires et employés ou entre employés. De plus, l'éclatement de la bulle informatique dans les années nonante a contribué à faire douter de l'efficacité du capitalisme néo-libéral à l'anglo-saxonne car la focalisation sur la maximisation de la rentabilité augmente l'instabilité sociale et économique (Center for European Policy Studies, 2003, n.a. ; Cioffi, J.W., 2001, p. 5).

En 2001, la plupart des Etats membres était pourtant en faveur de la proposition de directive, c'est dans l'un d'eux, l'Allemagne, qu'est née l'opposition politique. Ce revirement soudain et tardif a été vécu comme un choc, en particulier pour la présidence - suédoise - de l'époque et le plus grand défenseur de la proposition - le Royaume-Uni (Cioffi, J.W., 2001, p. 5 ; Parlement Européen, 2001, n.a., The Economist, 2001, n.a.). Les deux grands problèmes pour l'Allemagne sont les suivants : (1) Les managers de grandes firmes allemandes ont fait part de leurs inquiétudes pour leurs fonctions et leurs entreprises. Les autorités craignaient aussi que la pression des actionnaires ne provoque des restructurations et des pertes d'emploi, ainsi que l'acquisition de fleurons nationaux, notamment dans l'industrie automobile. L'acquisition récente - à l'époque - de Mannesmann par Vodafone a également provoqué une sorte de rejet de toute inspiration anglo-saxonne pour la législation, la gouvernance ou l'économie. Les syndicats ont vu la directive comme une façon de faire migrer le pouvoir et le revenu des employés vers les actionnaires. Pour certains pays dans lesquels les employés ont un grand pouvoir en matière de gouvernance d'entreprise ou dans lesquels cette dernière fait l'objet de négociations institutionnalisées entre administrateurs, actionnaires et employés, l'article 9

induit un déséquilibre dans les rapports entre acteurs, en faveur des actionnaires. Même au Royaume-Uni, des critiques ont fini par voir le jour. (2) Les réformes en matière de gouvernance d'entreprise en Allemagne ont rendu les entreprises allemandes plus vulnérables aux OPA étrangères, en particulier sous le régime de la directive car l'Allemagne a notamment interdit les « *golden shares* »⁵³ et les différences de droits de votes (Cioffi, J.W., 2001, pp. 6-7, 9 ; The Economist, 2001, n.a. ; Zumbansen, P., 2004, p. 878). Cela crée une asymétrie avec les entreprises de pays qui autorisent ces instruments. De plus, la directive désavantage toutes les entreprises européennes par rapport aux entreprises américaines notamment, qui peuvent utiliser des instruments comme la « *poison pill* »⁵⁴ ou d'autres moyens de défense interdits par la proposition de directive (Center for European Policy Studies, 2003, n.a. ; Cioffi, J.W., 2001, p. 7 ; The Economist, 2001, n.a.).

En deux mots, cette dernière ne permet pas de tenir compte des différences qui subsistent entre les différentes législations des Etats membres et cela provoque des inégalités entre entreprises, au détriment des entreprises européennes. La directive a également été perçue comme une atteinte à la souveraineté des Etats car il s'agit d'un thème central de la politique économique. C'est avec tous ces arguments que des parlementaires d'autres nationalités ont finalement suivi l'Allemagne et voté contre l'adoption de la directive - 273 votes contre 273, avec 22 abstentions (Center for European Policy Studies, 2003, n.a. ; Cioffi, J.W., 2001, pp. 8-9 ; Parlement Européen, 2001, n.a.).

Suite à ce rejet, la Commission a établi un Groupe d'Experts de Haut Niveau. Un rapport a été remis quelques mois plus tard et une consultation publique a été lancée (Zumbansen, P., 2004, pp. 868-869). C'est fin 2002 que la Commission présente sa proposition révisée de directive tenant compte des objections du Parlement tout en conservant les principes fondamentaux qu'elle cherche à véhiculer dans le texte. Elle comprend la règle de neutralité de l'organe - malgré la controverse -, l'offre obligatoire - une attention particulière est toujours portée sur la protection des intérêts des actionnaires -, une définition claire du prix équitable, le « *squeeze-out* », le « *sell-out* » et une amélioration de l'information des employés (Center for European Policy Studies, 2003, n.a. ; Hertig, G. et McCahery, J. A., 2003, p. 195 ; Zumbansen, P., 2004, p. 870). Tout comme précédemment, la proposition fait débat concernant l'équilibre entre

⁵³ Selon Les Echos (2016b, n.a.), les *golden shares* sont des « actions spécifiques qui permettent à un Etat [de] conserver un droit de veto sur l'évolution du capital et des activités dans certaines sociétés cotées ».

⁵⁴ La pilule empoisonnée est une technique utilisée par une société visée par une OPA hostile pour s'en défendre. Le but est de rendre ses actions moins attractives pour l'offrant. Il existe une multitude de stratégies possibles pour ce faire : la vente d'un actif stratégique, la dilution des actions de l'offrant au moyen d'options sur les actions, l'offre de parachutes dorés aux administrateurs, etc. (InvestingAnswers, 2016, n.a. ; Les Echos, 2016a, n.a.).

harmonisation et diversité. Cette proposition fera l'objet de divers amendements et sera finalement adoptée en 2004 (Hertig, G. et McCahery, J. A., 2003, p. 195 ; Zumbansen, P., 2004, p. 871). Le fait que certains articles soient rendus optionnels dans la directive, répond aux craintes concernant le respect de la souveraineté des Etats, et des principes de subsidiarité et de proportionnalité puisque les choix stratégiques sont à prendre au niveau national (Center for European Policy Studies, 2003, n.a. ; Zumbansen, P., 2004, p. 872).

3.2.2.3. Les différences entre les systèmes de gouvernance d'entreprise

En matière de gouvernance d'entreprise, il existe, comme nous l'avons vu, deux grands modèles : l'un est caractéristique des pays anglo-saxons et est plutôt orienté vers le marché et les actionnaires⁵⁵ - *shareholder theory* -, tandis que le second est plus courant dans les pays d'Europe Continentale - notamment en Allemagne, en France et en Scandinavie - et tient compte des intérêts de toutes les parties prenantes, y compris les employés et les créanciers - *stakeholder theory*. Ces deux modèles présentent donc des différences claires dans leurs systèmes législatifs, le degré de développement de leurs marchés financiers et dans la structure d'actionnariat et de contrôle de leurs entreprises. L'actionnariat continental est plus concentré, avec un ou quelques actionnaires de contrôle, tandis que celui des pays anglo-saxons est plutôt dispersé (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 6 ; Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, pp. 245-246 ; Skog, R., 2009, pp. 295-296). La question de savoir lequel de ces deux modèles doit prévaloir fait débat depuis un certain nombre d'années : le modèle anglo-saxon encourage les investisseurs à fournir du financement aux entreprises car il leur permet d'obtenir un juste retour sur investissement, cela rendant les marchés financiers plus développés et efficaces, tandis que le système continental permet de mieux concilier les intérêts des administrateurs et des actionnaires. Il semblerait toutefois qu'à long terme, les deux systèmes soient aussi efficaces l'un que l'autre (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, pp. 245-247).

D'après les travaux de Goergen, Martynova et Renneboog (2005, p. 245), en matière d'OPA, il y a une convergence vers le modèle anglo-saxon avec des principes tel que l'égalité de traitement, l'offre obligatoire ou le « *squeeze-out* ». La diminution des seuils de contrôle et l'abolition des droits de vote multiples dans certains pays sont aussi un signe de convergence vers ce modèle. Les différences au niveau des structures de l'actionnariat ont pour

⁵⁵ Les caractéristiques principales de ce système sont les suivantes : des marchés de capitaux bien développés, une bonne protection des investisseurs, la dominance des investisseurs institutionnels, l'existence d'un marché du contrôle des entreprises, la focalisation sur la valeur pour les actionnaires (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, p. 247).

conséquence qu'il y a plus de négociations autour de l'acquisition de sociétés continentales que pour les sociétés britanniques. Lorsque ces négociations n'aboutissent pas, il y a de fortes chances pour que l'OPA soit hostile et que la société visée cherche à mettre en place des mécanismes de défense - dont l'organe peut décider, sans nécessairement tenir compte des intérêts des actionnaires. Au moment de l'adoption de la directive, il y avait aussi une évolution claire en direction du système anglo-saxon concernant les mesures de défense anti-OPA et l'adoption du principe de neutralité de l'organe⁵⁶. Ce dernier devenait monnaie courante en Europe en 2004, avec quelques différences d'application selon les pays (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, p. 267 ; Skog, R., 2009, p. 296). Dans certains cas, les réformes se basent sur les meilleurs éléments des deux modèles pour obtenir un système hybride comme celui proposé par la Commission Européenne (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, pp. 245-248).

Au début des années 2000⁵⁷, les Etats d'Europe Continentale - dont la France et la République Tchèque -, sont plutôt caractérisés par un système à l'actionnariat concentré, avec la plupart du temps, un contrôle - complet ou partiel - de la part d'un ou deux actionnaires majoritaires ou d'un groupe d'actionnaires majoritaires. Le Royaume-Uni présente plutôt un système à l'actionnariat dispersé. Les pays scandinaves - dont la Suède - ont un plus faible pourcentage d'entreprises contrôlées par un actionnaire majoritaire que les autres pays d'Europe Continentale, tandis que les nouveaux Etats membres - dont la République Tchèque - font partie des Etats à l'actionnariat le plus concentré de l'Union. Cela montre les différences qu'il peut exister entre les différents pays de l'Union Européenne, et y fait varier le type de réformes adoptées en matière d'OPA, leurs effets et leur efficacité (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, pp. 265-266).

Le principe d'offre obligatoire⁵⁸ a été observé très largement bien avant que la directive sur les OPA ne soit adoptée. Il y a cependant quelques résistances concernant ce principe en Scandinavie - notamment en Suède - et dans les pays de tradition légale « à la française »⁵⁹. Bien que le principe soit répandu, ses caractéristiques - seuil et prix - varient selon les pays. Par contre, tous les pays de l'Union Européenne ont adopté le principe d'égalité de traitement

⁵⁶ Voir annexe 3, tableau 10.

⁵⁷ Voir annexe 3, tableaux 1 & 2.

⁵⁸ Voir annexe 3, tableau 3.

⁵⁹ France, Benelux, etc. (Central Intelligence Agency, n.a.).

des actionnaires⁶⁰ avant 2002, ce qui montre un grand consensus à ce propos. Le principe du « *squeeze-out* »⁶¹ faisait déjà partie des législations anglo-saxonne, scandinave et germanique avant l'adoption de la directive, il est moins commun dans les autres parties d'Europe. Les détails - prix, seuil - de ce principe varient eux-aussi entre les différents pays qui l'appliquent (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, p. 266). Il y a également une convergence vers l'abolition d'une mesure de défense, les « *voting caps* »⁶², à travers l'Europe, parfois dans le but de stimuler le marché des OPA. La plupart des pays acceptaient les actions sans droit de vote⁶³ à l'exception des pays scandinaves dont les entreprises émettent généralement des actions assorties de droits de votes - pouvant être de différentes classes. Au contraire, l'usage des « *dual class shares* »⁶⁴ et d'actions assorties de droits de vote multiples était en déclin en 2005 et ces dernières n'étaient plus autorisées que dans un tiers des pays étudiés par Goergen, Martynova et Renneboog - 50% quinze ans plus tôt. Pourtant la directive a connu beaucoup de résistance notamment concernant la règle de neutralisation des restrictions⁶⁵, cette règle étant appliquée seulement - en plus de l'Italie - par les nouveaux Etats membres (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, p. 267). L'existence de ces différents systèmes de gouvernance d'entreprise explique bien les divergences qui existent entre les différents Etats membres de l'Union Européenne et la difficulté pour la Commission d'établir des règles pouvant convenir à chacun d'eux.

3.2.2.4. Le contexte et les débats au niveau national

Au Royaume-Uni :

Selon Goergen, Martynova et Renneboog (2005, p. 264), c'est au Royaume-Uni, en 1968, que démarre l'histoire de la réglementation des OPA en Europe. C'est cette année là que le pays introduit un code volontaire concernant les fusions et acquisitions, suite à la survenance d'une série de grandes OPA. Ce code comprend déjà à l'époque une offre obligatoire - seuil de 30% -, le principe d'égalité de traitement, des obligations de transparence et d'information et des mesures concernant les mécanismes de défense comme le principe de neutralité de l'organe. Ce n'est qu'à la fin des années 1980 que ce type de réglementation apparaît en Europe

⁶⁰ Voir annexe 3, tableau 4.

⁶¹ Voir annexe 3, tableau 5.

⁶² Voir annexe 3, tableau 6.

⁶³ Voir annexe 3, tableau 7.

⁶⁴ Voir annexe 3, tableau 8.

⁶⁵ Voir annexe 3, tableau 9.

Continentale, pour répondre à une augmentation du nombre d'OPA (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, p. 264). Avant cela, ces Etats n'ont pas ressenti le besoin de développer de législations en la matière puisque que les OPA y étaient plutôt rares. Beaucoup de pays européens se sont alors inspirés du « *City Code on Takeovers and Mergers* » britannique pour élaborer leurs réglementations, d'abord volontaires et ensuite progressivement obligatoires à partir du milieu des années 1990 pour certains Etats (Goergen, M., Martynova, M., et Renneboog, L., 2005, p. 264 ; Zumbansen, P., 2004, p. 879). Dès lors, le Royaume-Uni a déjà, à l'époque des négociations en vue de l'adoption de la directive 2004/25/CE, et contrairement aux autres Etats membres, une longue expérience en matière d'OPA. Sa législation en la matière est riche puisqu'elles y sont présentes depuis les années 1950 et son marché du contrôle des entreprises est considéré comme étant le plus ouvert d'Europe avec 1494 OPA entre 1990 et 2002 (Skog, R., 2009, p. 302 ; Zumbansen, P., 2004, p. 879).

Les britanniques étaient en faveur de la proposition de directive qui allait ensuite être rejetée par le Parlement Européen en 2001 (The Economist, 2001, n.a.). Pourtant le Royaume-Uni a fini par rejoindre l'Allemagne dans l'opposition cette année là. La raison de ce changement n'a pas de rapport avec le contenu de la directive en tant que telle, il s'agit d'un accord passé avec l'Allemagne. Le Royaume-Uni souhaitait le soutien des Allemands dans le cadre des négociations concernant une autre directive, à laquelle elle était opposée. Il a donc accepté de rejoindre la position des allemands concernant les OPA, en échange du même soutien de leur part dans les négociations concernant l'autre directive (The Economist, 2003a, n.a.). Les britanniques étaient également en faveur de la dernière proposition qui a finalement été adoptée en 2004. Dans le journal The Guardian, on affirme même que le gouvernement britannique est enchanté par cette proposition de directive car il estime que cela profitera tant aux investisseurs qu'aux entreprises et que cela contribuera à construire un marché financier plus grand et plus efficace en Europe (Osborn, A., 2002, n.a.). Il n'y a donc vraiment pas eu de raisons de débattre au Royaume-Uni puisque le pays soutenait fortement la proposition.

En Suède :

Lors des négociations, une grande partie du débat à propos de la limitation des mécanismes de défense a porté sur la possibilité pour les entreprises scandinaves - Suède, Finlande et Danemark - d'émettre plusieurs classes d'actions assorties de différents droits de votes (Skog, R., 2009, p. 294). La proposition originale ne contenait pas de mesure pour limiter les mécanismes de défense mis en place en amont des OPA, ce qui, pour certains, ne permettait pas de mettre tous les Etats sur le même pied d'égalité. C'est ensuite qu'est né l'article sur la

neutralisation des restrictions dans la proposition amendée en 2002. Au départ, cette proposition ne concernait pas les « *dual class shares*⁶⁶ » car il n'était pas prouvé qu'elles empêchaient le bon déroulement des OPA. La Suède avait affirmé son soutien pour la proposition de la Commission mais rejeté le principe de neutralisation des restrictions car celui-ci présentait, selon le pays, des problèmes techniques d'ordre légal et devait être revu (Skog, R., 2009, p. 297). La Suède avait finalement rejoint l'Allemagne et le Royaume-Uni dans l'opposition au Parlement lorsque la directive avait été rejetée en 2001 (The Economist, 2003, n.a.). Certains pays comme l'Allemagne considéraient que les « *dual class shares* » devaient être comprises dans l'article 11, ce qui fût le cas dans la proposition révisée de la Commission, présentée en mars 2003 (Skog, R., 2009, pp. 297-298). La Suède s'est alors encore une fois opposée à cet article - tout comme la Finlande et le Danemark (Center for European Policy Studies, 2003, n.a. ; Skog, R., 2009, p. 298).

En effet, les entreprises y ont le droit d'émettre ce type d'actions de différentes classes et c'est un système qui y est largement utilisé (Skog, R., 2009, pp. 298, 301). Au début des années nonante, environ 85 pour cent des sociétés cotées avaient plusieurs classes de titres avec différents droits de vote. Au fil du temps, ce pourcentage a diminué, mais plus de la moitié des sociétés cotées utilisait encore ce système en 2009. Les sociétés suédoises peuvent choisir de coter toutes ou seulement certaines classes d'actions qu'elles émettent. Dans les trois quarts des cas, les entreprises décident de ne coter que les actions qui ont de faibles droits de vote. Comme dans la plupart des Etats continentaux, les actionnaires majoritaires traditionnels sont des familles ou des individus possédant de grandes parts des sociétés. Les investisseurs institutionnels ont gagné en importance partout en Europe ces dernières années, cependant, beaucoup de sociétés suédoises ont encore des actionnaires de contrôle (Skog, R., 2009, p. 301). La principale inquiétude des suédois était que l'abolition des droits de vote multiples rendrait leurs entreprises plus vulnérables. La famille Wallenberg, par exemple, ne détenait que sept pour cent de la société Ericsson en 2003, qu'elle contrôlait grâce à la détention d'une classe d'actions très largement préférentielle en termes de droits de vote. Cela ne serait plus possible avec un principe de « *one-share-one-vote* » (The Economist, 2003a, n.a.).

⁶⁶ C'est-à-dire, les actions de différentes classes, émises par la même société et qui offrent, pour chaque classe, des droits de vote et/ou dividendes différents (Investopedia LLC., 2016, n.a.).

Voici les quatre raisons principales qui ont poussé la Suède à s'opposer à la version amendée de l'article 11 :

Premièrement, le droit des entreprises de déterminer leur propre structure financière, ne peut, selon la Suède, être limité sans véritable fondement - que la directive n'offre pas (Skog, R., 2009, p. 298). La suppression des barrières à la libre circulation des titres et au bon déroulement des OPA soulève des questions du point de vue légal car cela revient à poser des limites aux libertés organisationnelles et contractuelles des entreprises européennes. Cela va à l'encontre du Traité sur l'Union Européenne qui dit notamment que les règles européennes ne peuvent porter préjudice aux règles nationales concernant le droit de propriété (Center for European Policy Studies, 2003, n.a.). La Suède, la Finlande et le Danemark estiment précisément que le principe de neutralisation des restrictions porte atteinte au droit de propriété des actionnaires. L'incertitude provoquée pour la valorisation des investissements pourrait décourager les sociétés d'émettre des actions assorties de différents droits de vote (Skog, R., 2009, pp. 298-299).

Deuxièmement, les « *dual class shares* » sont un outil de gouvernance utile pour les entreprises de grande taille, qui cherchent à stimuler l'activisme des actionnaires malgré un actionnariat dispersé. Les inclure dans l'article 11 de la directive nuirait donc au système de gouvernance d'entreprise (Skog, R., 2009, p. 298).

Troisièmement, la Suède et les autres Etats membres nordiques estiment que le principe de neutralisation des restrictions est basé sur une vision tronquée des OPA et des mesures de défense. Le problème habituel dans les OPA survient quand l'organe de la société visée essaye d'en empêcher le bon déroulement pour se protéger, au détriment des intérêts de actionnaires - c'est la raison d'être de l'article 9. La Suède estime qu'il est plus adapté d'exclure les « *dual class shares* », comme dans la proposition précédente qui se concentrait sur les mesures de défense revenant à isoler l'organe des intérêts des actionnaires - comme les « *voting caps*⁶⁷ » -, et excluant au contraire, celles qui permettraient d'accentuer l'influence des actionnaires - comme les « *dual class shares* » (Skog, R., 2009, p. 298).

Quatrièmement, le marché suédois d'acquisition de sociétés est plus dynamique que la plupart des marchés de l'Union Européenne et il n'est pas empiriquement prouvé que le nombre d'OPA sur un marché est affecté négativement par la présence de « *dual class shares* » dans

⁶⁷ Il s'agit d'une limitation du nombre maximal de votes qu'un actionnaire peut exprimer (Padgett, C., 2012, p. 20).

une société (Skog, R., 2009, p. 299). En effet, les OPA sont fréquentes en Suède : il y en a eu 280 entre 1990 et 2002 et parmi celles-ci, 245 ont abouti. Chaque année, près de huit pour cent des sociétés cotées ont été acquises au moyen d'OPA, ce qui représente plus de succès qu'au Royaume-Uni - cinq pour cents par an -, typiquement considéré comme le marché le plus ouvert (Skog, R., 2009, p. 302). La directive vise à restructurer l'économie européenne en éliminant notamment les obstacles aux OPA transfrontalières (Skog, R., 2009, p. 303). Les actions à droits de vote multiples représentent le principal instrument de contrôle utilisé sur les marchés scandinaves, alors que ces marchés sont également parmi les plus transparents d'Europe - la transparence devant suffire aux actionnaires pour connaître la situation et prendre leurs décisions. L'expérience a montré que cet attachement pour les droits de vote multiples n'a pas empêché le marché du contrôle des entreprises d'être dynamique dans cette partie de l'Union Européenne puisque beaucoup d'entreprises suédoises comme Volvo et Saab sont désormais contrôlées par des propriétaires étrangers (Center for European Policy Studies, 2003, n.a.). En Suède, entre 1990 et 2002, sur les 245 OPA qui ont abouti, 68 émanaient d'offrants étrangers - soit 28 pour cent. La part d'actionnariat étranger en Suède a d'ailleurs fortement augmenté au fil des années pour passer de cinq à 33 pour cent entre 1990 et 2009. Si les « *dual class shares* » représentaient un obstacle aux OPA, on s'attendrait à ce que ce système soit nettement moins courant dans les sociétés qui ont fait l'objet d'une OPA, ce qui n'est pas le cas puisque plus de la moitié des sociétés acquises grâce à une OPA entre 1990 et 2002 avaient plusieurs classes d'actions assorties de droits de vote différents (Skog, R., 2009, p. 303).

En plus de cela, les suédois étaient plutôt réticents également concernant le principe de l'offre obligatoire. Avant la transposition de la directive en Suède, cette obligation y était considérée comme un mécanisme de défense anti-OPA. Ce principe a cependant été l'objet d'un lobbying soutenu de la part de certaines parties prenantes influentes - administrateurs, actionnaires majoritaires, etc. - pour que le législateur adopte cette règle. Le but pour eux est justement de décourager les OPA hostiles et de conserver le contrôle sur les entreprises (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 123).

En France :

En France, le projet de loi visant à transposer la directive concernant les OPA a beaucoup attiré l'attention. Un groupe de travail avait été mis en place pour trouver un consensus entre représentants des investisseurs, des intermédiaires financiers et des dirigeants d'entreprises cotées, pour faire des recommandations sur la position que devait adopter la France par rapport aux articles optionnels de la directive. Ce projet de loi arrivait dans un contexte

sensible, au même moment que des rumeurs concernant une possible OPA hostile de la part de PepsiCo sur Danone. Cela devait donner l'opportunité au pays de réaffirmer son soutien aux investisseurs et de transposer une directive à tendance libérale, tout en permettant aux entreprises de se défendre sur un pied d'égalité face à des offrants étrangers (Breton, T., 2005, n.a. ; Ducourtieux, C., 2005, n.a. ; Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005, p. 1). En effet, le premier ministre de l'époque craignait ouvertement de voir les fleurons nationaux tomber aux mains de groupes étrangers et appelait au « patriotisme économique » (Ducourtieux, C., 2005, n.a. ; Ricard, P., 2006, n.a.).

De vifs débats ont eu lieu à propos des articles 9, 11 et 12. L'article 12, comprenant la clause de réciprocité, a été transposé en France puisque sa volonté était d'assurer un terrain de jeu équitable pour ses entreprises par rapport aux entreprises étrangères (Breton, T., 2005, n.a. ; Direction de l'information légale et administrative, 2006, n.a. ; Ducourtieux, C., 2005, n.a.). Cette égalité est pensée notamment par rapport aux entreprises américaines - comme PepsiCo -, qui ont beaucoup de libertés en matière de défenses anti-OPA (Ducourtieux, C., 2005, n.a.). La notion française de la réciprocité est plutôt large et l'article 12 s'applique assez rapidement. Le Sénat avait recommandé l'ajout dans les dispositions du projet de loi, de l'application du principe de réciprocité aux offrants concurrents et aux parties prenantes. Pour éviter que l'entreprise cible ne fasse des arrangements abusifs avec un offrant amical n'appliquant pas l'article 9 et ainsi profiter injustement de la réciprocité, le projet de loi prévoit également que la réciprocité ne s'applique pas quand la seule partie qui n'applique pas le principe de neutralité de l'organe agit de concert avec la société cible (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005, p. 2).

La France, cherchant à protéger ses entreprises, n'a pas voulu transposer la plus grande partie de l'article 11, mais a toutefois adopté l'article 9 (Breton, T., 2005, n.a. ; Direction de l'information légale et administrative, 2006, n.a. ; Ducourtieux, C., 2005, n.a.). Selon le ministère de l'économie, qui est du même avis que la Suède sur ce point, l'article 11 est trop radical et « remet en cause la liberté des contrats ». Cependant, la nécessité de revoir les possibilités de se défendre s'était déjà fait ressentir lors de l'OPA d'Aventis sur Sanofi en 2004, l'AMF - Autorité des Marchés Financiers - avait alors critiqué les mesures de défense mises en place par Aventis. Le Medef - organisation patronale - était plutôt mitigé et estimait que la directive risquait de poser plus problèmes que d'en résoudre (Ducourtieux, C., 2005, n.a.). Deux dispositions de l'article 11 qui existaient déjà dans les règles de l'AMF - neutralisation des restrictions sur le transfert des titres et neutralisation des restrictions sur les droits de vote lors de la première assemblée générale suivant la fin de l'offre lorsque l'offrant détient un

certain pourcentage des titres - sont donc comprises dans le projet de loi tandis que les autres dispositions peuvent être appliquées sur base volontaire par les entreprises (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005, p. 3).

L'article 9 - neutralité de l'organe - est adopté de façon pratiquement identique, la loi française comportant déjà des dispositions similaires. Cet article met les actionnaires au centre de la question, ce qui constitue un petit changement. Auparavant, l'AMF pouvait déterminer si une action défensive non approuvée par les actionnaires revenait effectivement à contrecarrer une offre. Désormais, l'organe doit tenir compte de l'intérêt général de la société lorsqu'il propose une telle action à l'assemblée générale mais les actionnaires ne doivent tenir compte de personne lorsqu'ils approuvent une action défensive proposée par l'organe. L'AMF peut toutefois encore interdire de telles actions en cas de non conformité (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005, p. 1).

D'autres changements sont apportés par le projet de loi dans la législation française : (1) le principe *put up or shut up*⁶⁸ fait son apparition suite aux spéculations qui ont eu lieu autour des entreprises PepsiCo et Danone, (2) la procédure du *squeeze-out* est modifiée, (3) le prix de l'offre obligatoire est modifié également⁶⁹, (4) la définition de l'agissement de concert est élargie pour inclure les accords visant à acquérir le contrôle ou prendre une mesure de défense⁷⁰, (5) les droits à l'information des actionnaires sont améliorés et (6) la communication des sociétés cotées est améliorée également (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005, pp. 3-4).

Le projet de loi a finalement été adopté assez vite, en mars 2006 par l'Assemblée nationale, dans le contexte particulier d'une future acquisition d'Arcelor par Mittal Steel et d'une controverse liée à la fusion entre Gaz de France et GDF Suez. Le gouvernement français voit l'adoption du projet de loi comme une victoire pour le « patriotisme économique français » alors que certains voient cela comme un échec pour le marché intérieur et les libertés de circulation (Ricard, P., 2006, n.a.). Au centre de cette loi se trouve la possibilité des entreprises de se défendre au moyen de l'émission rapide de bons de souscription d'actions -

⁶⁸ Cette règle donne à l'AMF le pouvoir d'exiger d'une personne soupçonnée de préparer une OPA, d'éclaircir ses intentions. Si cette personne dit ne pas vouloir faire d'offre, l'AMF peut lui interdire d'en lancer pour une certaine période (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005, p. 3).

⁶⁹ Auparavant, l'AMF évaluait le prix offert par une méthode multi-critères (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005, p. 4).

⁷⁰ La précédente définition parlait simplement d'accords visant à mettre en oeuvre une politique commune pour l'entreprise (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005, p. 4).

BSA - dilutifs⁷¹ permettant de rendre l'OPA plus coûteuse (Direction de l'information légale et administrative, 2006, n.a. ; Pietrancosta, A., 2006, p. 5). Il s'agit de compenser l'adoption de l'article 9 en permettant aux sociétés visées de mieux se défendre en autorisant l'assemblée générale à attribuer des BSA aux actionnaires. Le but est de légitimer les décisions de l'assemblée générale après la polémique qui avait entouré la décision de l'AMF d'empêcher l'assemblée générale d'Aventis d'attribuer ce type de bons à ses actionnaires pour se défendre de Sanofi et qui devaient pouvoir être utilisés dans le cas de la perte d'un certain brevet (Fréchette-Kerbrat, A., 2006, n.a.).

En République Tchèque :

En 2008, Pravda (2008, p. 87) affirme que les OPA sont de plus en plus monnaie courante en République Tchèque. Un actionnariat plutôt dispersé fut le résultat de la privatisation des entreprises du pays qui appartenaient auparavant au gouvernement - ancien régime communiste. Cette privatisation et la cotation des entreprises à la bourse de Prague a eu lieu en deux vagues dans la première moitié des années nonante. Une grande partie de ces entreprises a été retirée de la cotation pour des problèmes de liquidité par la suite. Depuis 1995, l'actionnariat des sociétés qui ont continué d'être cotées en bourse s'est progressivement concentré, notamment à la suite d'OPA - volontaires et obligatoires - successives. La concentration s'est accrue également suite à l'arrivée du *squeeze-out* dans la législation tchèque, en 2005, qui a permis aux actionnaires majoritaires d'éjecter les actionnaires minoritaires des sociétés dans lesquelles ils détenaient au moins 90% des parts. En 2008, l'auteur affirme également que la plupart des OPA sont amicales en République Tchèque et que les OPA hostiles y sont pratiquement inexistantes (Nemek, J., & Pesek, T., 2010, p. 104 ; Pravda, M., 2008, p. 87). En effet, le pays a des opportunités limitées pour les investisseurs, le marché est petit et comprend quelques grandes entreprises dont un petit nombre est coté en bourse. Elles sont souvent contrôlées par un ou quelques actionnaires qui agissent de concert (Nemek, J., & Pesek, T., 2010, p. 104).

En 2005, un amendement du Code Commercial a introduit le principe du *squeeze-out* dans la législation Tchèque, au sens décrit par la directive. Cela a provoqué un débat assez important parmi les experts dans le domaine (Czech National Bank, 2005, pp. 14, 17). Certains auteurs comme Kotlarik (2008, p. 30) décrivent même ce principe comme un cauchemar pour les actionnaires majoritaires en République Tchèque. Dans ce pays, il existe deux types de *squeeze-out*, celui défini à l'article 15 de la directive 2004/25/CE et un « faux » *squeeze-out* inspiré du droit autrichien et introduit dans la législation Tchèque en 2000. A cette époque

⁷¹ Il s'agit d'un système inspiré de la *poison pill* américaine (Pietrancosta, A., 2006, p. 5).

déjà, le sujet avait suscité des controverses concernant la protection des actionnaires minoritaires : son point faible est le contrôle de l'établissement d'un juste prix. De nombreuses voix s'étaient élevées pour affirmer que ce « faux » *squeeze-out* allait à l'encontre de certains droits fondamentaux tel que le droit de propriété et le droit à un juste procès. Grâce à la directive, les droits des actionnaires minoritaires en cas de *squeeze-out* allaient être mieux protégés (Kotlarik, M., 2008, p. 30).

3.3. La transposition dans les législations nationales

3.3.1. Dans l'Union Européenne

3.3.1.1. Les rapports de 2007 et de 2012 de la Commission

Dans un rapport de février **2007**, la Commission Européenne dresse ses premières constatations concernant la transposition et la mise en oeuvre de la directive 2004/25/CE dans les différents Etats membres. Bien que la directive ait été complètement transposée, la plupart des Etats ont eu du retard et seuls sept pays ont respecté le délai du 20 mai 2006 : l'Autriche, le Danemark, la France, la Hongrie, l'Irlande, le Luxembourg et le Royaume-Uni (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 10 ; Commission Européenne, 2007, p. 4 ; Van Gerven, D., 2008, p. 5).

Dans un autre rapport datant de **2012**, la Commission révèle quelle est l'influence de la directive 2004/25/CE sur les législations nationales. Elle reprend les conclusions d'une étude externe publiée par Marcus Partners en 2012 qui font état de faibles changements généraux dans les législations nationales étudiées. Trois grandes causes expliquent cette situation : (1) certains Etats - comme le Royaume-Uni -, avaient déjà mis en place depuis longtemps des règles similaires à celles prescrites par la directive, (2) d'autres⁷² ont introduit des changements en anticipant l'adoption de la directive et (3) dans certains pays⁷³, des changements ont été introduits pour répondre à l'évolution de la situation économique, ou pour encadrer des offres sensibles. Cette étude montre que le système a évolué en faveur de l'ensemble des parties prenantes grâce à plusieurs principes mis en place : la coordination des autorités de contrôle, les principes généraux, la publicité des offres, l'offre obligatoire, le *squeeze-out* et le *sell-out* (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 4 ; Commission Européenne, 2012, pp. 3-4). Le sentiment général à propos de la directive est positif, elle est

⁷² Comme l'Allemagne.

⁷³ Tels que l'Italie ou la Hongrie.

considérée comme profitable pour le bon fonctionnement du marché. Les personnes interrogées dans le cadre de l'étude externe estiment que la directive est claire - les principaux problèmes de clarté proviennent des règles nationales - et qu'elle améliore la protection des actionnaires minoritaires. Ils approuvent généralement les règles du *squeeze-out* et du *sell-out* - le second est rarement utilisé contrairement au premier. Les employés sont moins satisfaits et considèrent subir encore des risques importants lors d'un changement de contrôle - licenciements, retraites anticipées, modifications des conditions de travail, etc. (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 6, 32 ; Commission Européenne, 2012, p. 4).

Des recherches effectuées par la Commission ont par ailleurs montré l'état de mise en oeuvre des règles facultatives de la directive concernant les mécanismes de défense : 19 Etats membres ont transposé la règle de neutralité de l'organe contre seulement trois pour la règle de neutralisation des restrictions. Treize Etats autorisent l'usage du principe de réciprocité à leurs entreprises. Les personnes interrogées dans le cadre de l'étude externe s'accordent pour dire que ces dispositions ont peu d'effet en pratique, et que les mécanismes de défense sont encore souvent utilisés, surtout en amont. La directive apporte une harmonisation minimale, accompagnée de règles facultatives et de plusieurs dérogations, aboutissant à la conservation de règles nationales variées (Commission Européenne, 2012, p. 3-5). Cette harmonisation minimale était pourtant une nécessité lorsqu'il faut établir des règles pouvant convenir à des systèmes de gouvernance variés (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 6).

La possibilité de déroger aux articles 9 et 11 de la directive fait toujours l'objet de débats mais il y a peu de volonté de changer ces principes. Certains Etats craignent d'encre devoir intégrer de nouvelles législations européennes, d'autres comme le Royaume-Uni ou l'Allemagne ont peur d'avoir plus à y perdre qu'à y gagner. Du côté des entreprises, des investisseurs et des intermédiaires, les mécanismes de défense sont perçus comme une façon de faire augmenter à la fois le prix d'une offre et le risque de la faire échouer. Certains estiment qu'il n'y a plus assez de possibilités de mettre en place de tels mécanismes, d'autres souhaiteraient que la directive supprime certains obstacles non encore traités⁷⁴ - structures pyramidales, participations croisées, etc. (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 5 ; Commission Européenne, 2012, p. 6).

Aucun problème majeur de mise en application n'est soulevé par Marcus Partners (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 4 ; Commission Européenne, 2012, p. 4). D'un point de vue

⁷⁴ L'étude externe démontre que ces mécanismes, bien qu'assez répandus, ne sont pas des défenses réellement efficaces contre les acquisitions (Commission Européenne, 2012, p. 6).

économique, la directive est théoriquement bénéfique, car dans un marché parfait⁷⁵, faciliter les OPA et la libre circulation des capitaux permet d'améliorer l'efficacité économique. Dans la réalité, le marché n'est pas parfait et comporte des externalités négatives rendant ces offres moins efficaces (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 6 ; Commission Européenne, 2012, p. 5). La récente crise financière ainsi que la baisse d'activité qui s'en est suivie, rendent difficile l'observation de l'influence de ces mesures sur la fréquence des OPA. De plus, la directive comporte des éléments contradictoires, certaines dispositions permettant de faciliter les OPA - neutralité de l'organe, neutralisation des restrictions, *squeeze-out* -, et d'autres rendant ces offres moins attractives - offre obligatoire. Ce paradoxe vise en fait à répondre aux objectifs de la directive de favoriser les OPA tout en améliorant la protection des actionnaires minoritaires (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 4-5 ; Commission Européenne, 2012, p. 5).

3.3.1.2. Les dispositions principales

Les **principes généraux** de l'article 3 §1 sont généralement totalement transposés en droit national et ne posent pas de problème du point de vue légal (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 37).

Le principe d'égalité de traitement⁷⁶ permet dans la plupart des Etats d'interpréter les autres dispositions de la directive, mais quelques problèmes existent : (1) certains Etats autorisent des offres structurées de façon à exclure des actionnaires étrangers, et (2) il peut être difficile d'estimer quand une différence de traitement peut être faite entre classes d'actionnaires - certains pays comme la France ont adopté des règles à ce propos⁷⁷. Le principe peut être étendu à d'autres situations : (1) certains Etats mettent des actionnaires de classes différentes sur un même pied et (2) le Royaume-Uni étend cette égalité de traitement à d'autres catégories de parties prenantes et prévoit une égalité d'information entre offrants (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 38-39).

⁷⁵ On entend par marché parfait, un marché dans lequel on observe un comportement rationnel des acteurs économiques, une information parfaite et une absence de coûts de transaction (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 6).

⁷⁶ Abordé par la règle de l'offre obligatoire de l'article 5 (prix équitable au §4), par les articles 6 et 8 sur la publication des offres et d'informations les concernant, et l'article 15 sur le juste prix pour le *squeeze-out* et le *sell-out* (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 37).

⁷⁷ La France prévoit qu'un expert indépendant doit être désigné en cas de *squeeze-out* concernant différentes classes d'actionnaires et dont le prix peut mettre en péril l'égalité de traitement (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 38)

Le principe de bonne information⁷⁸ ne pose pas de problème important, les procédures donnent généralement suffisamment de temps. La directive ne prévoit pas de délai maximal entre l'annonce de l'offre et son lancement effectif, elle précise que l'offre ne peut perturber les activités de l'entreprise visée pour une période excessivement longue. Certains Etats membres comme la France et le Royaume-Uni ont instauré une règle de « *put up or shut up* » qui prévoit un délai maximal (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 40-41).

Le principe d'intégrité du marché se décline en deux aspects principaux : (1) l'interdiction de fausser le marché⁷⁹ et (2) l'obligation d'avoir le financement nécessaire avant d'annoncer une offre - certains Etats demandent l'apport de preuves (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 42).

Le principe de protection des employés se décline en deux aspects : (1) la communication d'informations⁸⁰, et (2) l'opinion des représentants des employés⁸¹. Le principe d'information des employés ne pose pas de problème de transposition et a été introduit dans la législation de tous les Etats membres (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 44). Certains Etats membres ont introduit des exigences supplémentaires : (1) l'ajout d'informations supplémentaires dans le document d'offre ou l'opinion de l'organe, (2) un droit de consultation⁸², (3) une protection globale dans le droit du travail, (4) un droit de réunion permettant un dialogue entre les employés et l'offrant⁸³ et (5) un droit de co-détermination permettant aux employés de participer à la rédaction de la déclaration de l'organe. Malgré tout, les employés et leurs représentants estiment généralement que leurs droits ne sont pas bien appliqués concernant la manière de communiquer, les délais et la qualité de l'information. Au Royaume-Uni par exemple, ces droits ne sont quasi jamais utilisés, causant un problème de conformité avec la

⁷⁸ Repris dans les articles 6 sur l'information concernant les offres, et 8 sur la divulgation des offres (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 40).

⁷⁹ Cela dépend de règles ne faisant pas partie de la directive.

⁸⁰ L'article 6 prévoit certaines informations qui doivent figurer obligatoirement dans le document d'offre, dont des informations sur la stratégie de l'offrant concernant les activités, l'emploi, etc. dans la société visée. L'article 9 §5 prévoit que l'opinion de l'organe de la société visée contient un avis sur les effets de l'offre sur l'emploi et les implantations de la société. Les articles 6 §2 et 8 §2 prévoient que les documents publiés doivent être divulgués aux représentants des employés de la société visée (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 43).

⁸¹ L'art. 9 §5 prévoit que ces représentants peuvent donner un avis, qui s'il est transmis à temps, est joint à l'opinion de l'organe de la société visée (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 43).

⁸² Dans certains états comme la France, les représentants des employés font une déclaration mais ont également un droit de consultation (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 44-45).

⁸³ : En France, les représentants des employés peuvent exiger une telle réunion sous peine pour l'offrant de voir ses actions privées de droit de vote tant qu'il ne les rencontre pas (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 44-45).

directive⁸⁴. Ensuite, même si l'information communiquée peut être contrôlée avant l'offre, rien n'est prévu pour vérifier à la fin d'une offre, que l'offrant applique bien ce qu'il a communiqué (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 44-45).

Pour le principe de protection des intérêts des parties prenantes et de la société dans son ensemble⁸⁵, ce qui concerne les intérêts de la société reste flou, mais d'après la directive, l'intérêt de la société comprend celui des actionnaires et des parties prenantes. Cependant, elle n'explique pas comment résoudre les conflits entre ces intérêts, les Etats doivent eux-mêmes poser les limites. Selon Clerc, Demarigny et al., cet article n'a pas un impact très important sur la façon dont la directive est transposée en droit national. Les Etats qui ont transposé l'article 9 semblent considérer que la règle de neutralité de l'organe doit prendre le dessus, tandis que ceux qui ne l'ont pas transposé ont tendance à insister un peu plus sur le fait que l'organe doit agir dans les intérêts de l'entreprise (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 47-48).

L'article 4 §5 qui autorise les Etats à prévoir des **exemptions** ou **déroptions** aux règles de la directive, ou à donner le pouvoir aux autorités de surveillance de renoncer à certaines règles, n'affaiblit pas nécessairement la directive car cela peut permettre d'en améliorer le fonctionnement selon les situations. Certains pays comme le Royaume-Uni donnent ce pouvoir à leurs autorités sans préciser pour quelles dispositions. Dans les autres Etats membres ce pouvoir est donné pour un certain nombre de règles précises (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 48-49).

L'**offre obligatoire** de l'article 5 existait déjà dans beaucoup d'Etats membres avant la transposition de la directive. Quatre Etats sur 22 étudiés, n'avaient pas de règle semblable et cinq autres ont dû modifier la règle existante pour respecter la directive. De manière générale, la directive a permis d'améliorer la protection des actionnaires minoritaires en faisant baisser le seuil de contrôle, en spécifiant l'événement déclencheur de l'offre obligatoire, en exigeant un contrôle du prix et en prévoyant des périodes précises durant l'offre. La définition du contrôle offre une grande flexibilité aux Etats. Le critère du seuil de droits de votes ou de capital est populaire puisque tous les Etats membres l'utilisent sauf l'Estonie (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 55). Malgré cette flexibilité, la plupart des Etats ont choisi un seuil de 30 ou de 33%⁸⁶ alors que posséder entre 30 et 50% des droits de vote ou du capital ne

⁸⁴ Pour plus d'information, voir l'exemple dans la section sur la mise en oeuvre (en note de bas de page).

⁸⁵ L'article 7, prévoit une période limitée d'acceptation de l'offre que la société visée soit dérangée le moins possible dans ses activités (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 47).

⁸⁶ La Suède, le Royaume-Uni, la France et la République Tchèque utilisent tous les quatre le critère du seuil de 30% pour la définition du contrôle (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 57).

garantit pas un contrôle effectif à l'actionnaire qui est alors tenté de se rapprocher du seuil des 50% (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 55-56). Certains pays répondent à ce phénomène en prévoyant que toute acquisition d'un certain pourcentage de titres pour un actionnaire détenant au moins 30 ou 33% des droits de vote ou des titres, durant une certaine période, déclenche une offre obligatoire⁸⁷. D'autres pays optent pour un second seuil de 50% ou plus (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 56). La définition de l'action de concert est importante car le concept intervient dans le calcul du pourcentage d'actions ou de droits de votes détenus par un actionnaire. Les Etats en ont généralement deux interprétations différentes, soit la définition est proche de celle de la directive concernant les OPA - accord accompagné d'un apport de titres -, soit ils tiennent aussi compte de la définition de la directive sur la transparence - vision à plus long terme avec un accord sur la stratégie⁸⁸ (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 59). Il existe un grand nombre d'exemptions à la règle de l'offre obligatoire, variant d'un Etat membre à l'autre. Une exemption est prévue à l'article 5 §2 en cas d'obtention du contrôle suite à une offre volontaire sur la totalité des titres et est appliquée différemment selon les Etats : (1) certains considèrent qu'elle fonctionne pour toutes les offres volontaires sur tous les titres, comme en République Tchèque, et (2) d'autres considèrent seulement les offres volontaires répondant à certains critères (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 61-63). Concernant le prix équitable⁸⁹, les critères ont été transposés par tous les Etats membres mais des différences existent concernant la détermination du prix. Certains pays utilisent une période de douze mois, comme le Royaume-Uni et la France, et une minorité d'autres pays utilisent une période de six mois (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 66). Plusieurs états utilisent un critère supplémentaire - le prix moyen des actions de la société visée sur une certaine période allant jusqu'à douze mois, d'autres adoptent une approche multi-critères lorsque l'offrant n'a pas acheté de titres de la société visée auparavant (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 67).

Concernant les **mécanismes de défense**, une grande majorité des Etats membres étudiés par Clerc, Demarigny et al. a transposé la règle de neutralité de l'organe dans la législation nationale, dont la République Tchèque, la France, la Suède et le Royaume-Uni. La plupart d'entre-eux - dont les quatre pays que nous étudions - disposaient déjà d'une telle règle avant de transposer la directive et la moitié ont aussi transposé la règle de réciprocité, dont la

⁸⁷ En France, le pourcentage est de 2% des actions ou des droits de votes pendant douze mois, au Royaume-Uni, une seule action suffit (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 56).

⁸⁸ La définition du Royaume-Uni se base sur la définition de la directive 2004/25/CE tandis que la France adopte une définition mixte (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 59).

⁸⁹ Un prix minimal est déterminé à l'article 5 §4 de la directive (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 66).

France⁹⁰. La règle de neutralisation des restrictions n'est pas très populaire puisque parmi les pays étudiés par Clerc, Demarigny et al., un seul a choisi de la transposer (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 77-80). La France l'a transposée partiellement pour les restrictions concernant les droits de vote lors de la première assemblée générale qui suit la fin de l'offre, si l'offrant détient directement ou indirectement au moins 2/3 des droits de vote ou du capital de la société visée. Dans certains pays comme la République Tchèque, la compensation pour la suspension d'une restriction doit être raisonnable et équitable alors que dans d'autres, ce prix est précisé dans les statuts de l'entreprise. Les autorités de surveillance ont parfois - comme en République Tchèque - le pouvoir d'évaluer le prix offert ou même de le déterminer (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 81).

Avant la transposition de la directive, beaucoup de pays appliquaient déjà des procédures de *squeeze-out* et de *sell-out* similaires, avec d'autres seuils et une détermination des prix plus précise. Pour certains Etats dont la législation sur les OPA était peu développée, ces deux règles sont nouvelles (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 88). Parmi les pays étudiés par Clerc, Demarigny et al., sept ont introduit pour la première fois une procédure de *squeeze-out* liée aux OPA et dix ont introduit pour la première fois une procédure de *sell-out* - dont la République Tchèque. Certains pays ont également dû amender leurs règles existantes pour respecter les dispositions de la directive, notamment concernant les seuils de 90% (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 89). La directive ne précise pas si les seuils doivent être identiques pour le *squeeze-out* et le *sell-out* et l'art. 16 sur le *sell-out* est ambigu puisqu'il prévoit que les actionnaires minoritaires peuvent exiger le rachat de leurs titres dans les mêmes circonstances que dans l'art. 15 §2, et que les art. 15 §3 à 15 §5 s'appliquent *mutatis mutandis*⁹¹. Trois Etats parmi ceux étudiés par les auteurs ont prévu des seuils différents pour les deux procédures. La Suède, le Royaume-Uni et la République Tchèque utilisent un seuil de 90% pour les deux procédures et la France un seuil de 95% (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 90). Les présomptions de l'art. 15 §5 ont été transposées par la plupart des Etats membres sans déviation. Certains pays requièrent en plus la désignation d'un expert indépendant pour vérifier l'évaluation de la société visée, et d'autres comme la France, en cas de conflit d'intérêts (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 91).

Il est difficile d'évaluer l'efficacité des règles en matière d'**information** mais théoriquement ce sujet est peu controversé, même si certains problèmes sont soulevés : (1) les actionnaires

⁹⁰ La Suède, le Royaume-Uni et la République Tchèque n'appliquent pas la règle de réciprocité (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 77-80).

⁹¹ « mots latins signifiant *en changeant ce qui doit être changé* » (Larousse, 2016).

souhaitent généralement davantage de communication, (2) le format de la communication est moins harmonisé dans la directive 2004/25/CE que dans d'autres et il est suggéré que le sujet soit plus détaillé notamment concernant l'usage des langues et la présentation d'informations clés, (3) il semble y avoir une différence de traitement entre les informations perçues comme importantes par les marchés - les exigences sont généralement bien respectées - et celles qui le sont moins - les informations concernant les employés notamment, seraient traitées avec moins de soin - et (4) concernant les délais, selon les régulateurs et les représentants des employés, les procédures de la directive ne sont souvent pas bien suivies lorsque cela concerne les employés - ils reçoivent l'information trop tard, comme c'était le cas au Royaume-Uni, qui a revu ses règles en la matière depuis lors. Concernant la publication par l'organe de la société visée, d'un avis sur l'offre, la directive ne donne pas de précision sur la façon dont cela doit être fait. Dans la plupart des Etats, les entreprises se font généralement assister par un expert financier externe mais ce n'est pas toujours obligatoire (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 96).

3.3.2. Dans l'échantillon

Pour évaluer la transposition de la directive 2004/25/CE au niveau national, dans les pays de notre échantillon, nous avons créé des tableaux pour effectuer une comparaison entre les articles de la directive d'un côté, et les règles adoptées par les Etats de l'autre côté. Etant donné qu'il aurait été fastidieux, pour des raisons linguistiques, de trouver et traduire ces règles nationales pour la Suède et la République Tchèque, nous avons choisi de nous baser sur des études qui résument ces règles nationales. C'est la raison pour laquelle il manque certains détails dans ces tableaux d'analyse - qui se trouvent à l'annexe 2. Nous avons procédé de la même façon pour la France et le Royaume-Uni, dans un souci d'uniformité analytique. Dans le commentaire qui suit, nous nous penchons sur les dispositions les plus caractéristiques de la directive pour déterminer dans les grandes lignes si les Etats respectent effectivement la directive dans leur législation nationale. Nous nous attendons que ce soit le cas, d'après ce que nous avons vu précédemment au travers des rapports de la Commission et l'étude menée par Clerc, Demarigny et al. concernant la mise en application de la directive sur les OPA.

La directive a été transposée dans les quatre Etats de notre échantillon, le Royaume-Uni et la France ont transposé la directive en 2006, la Suède également, mais avec quelques jours de retard, tandis que la République Tchèque l'a fait plus tardivement, en 2008 (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 10).

3.3.2.1. La Suède

Avant la transposition de la directive, les OPA étaient réglementées par un organisme privé, financé par les entrepreneurs suédois. Cette réglementation était très influencée par le *City Code* britannique et s'appliquait sur base volontaire, même si la pratique les rendait quasi obligatoires par la pression de la communauté financière. Il y avait aussi une clause dans l'annonce de l'offre qui devait préciser que celle-ci respectait ces règles en matière d'OPA ce qui créait une obligation contractuelle de les respecter. Ces règles étaient également incluses dans les règles de cotation des bourses suédoises (Roschier Attorneys Ltd, 2009, n.a.).

La réglementation actuelle a pour but de protéger les actionnaires de la société visée et encadrer les parties concernées par une offre. Elle se base sur la directive 2004/25/CE, transposée dans le *Swedish Stock Market Act*, une loi cadre entrée en vigueur le 1er juillet 2006, aussi appelée *Takeover Act* (Nivinger, M., 2014, p. 1 ; Roschier Attorneys Ltd, 2009, n.a. ; Rydberger, M. et Nostell, N., 2008, p. 224). D'autres réglementations importantes font partie des règles des bourses de Suède : le *OMX Nordic Exchange* et le *Nordic Growth Market* - NGM. Elles sont obligées d'adopter des règles concernant les OPA, selon le *Swedish Securities Market Act*. Le marché principal est le OMX Nordic Exchange Stockholm et celui-ci a mis à jour ses règles concernant les OPA le 1er juillet 2007 - *Rules Concerning Public Takeover Bids in the Stock Market* ou *Takeover Rules*. La loi suédoise sur les OPA prévoit qu'une telle offre ne peut être lancée que par une partie qui s'est engagée auprès de la bourse responsable du marché sur lequel la société visée est cotée (1) à respecter les règles de cette bourse concernant les OPA et (2) à accepter les sanctions qui pourraient lui être imposées en cas de non respect. Cette loi rend également les règles des marchés réglementés suédois contraignantes pour l'offrant. L'autorité compétente pour le marché financier Suédois est le *Swedish Securities Council* et son objectif principal est de promouvoir les bonnes pratiques et s'assurer que les règles sont interprétées et appliquées correctement. La loi sur les OPA lui donne le pouvoir de faire des déclarations et prendre des décisions d'interprétation des *Takeover Rules*. La SFSA - *Swedish Financial Supervisory Authority* - lui délègue également le pouvoir de décider de dérogations au *Takeover Act*. En plus du *Takeover Act*, des *Takeover Rules* et de la loi sur le marché de titres - *Securities Market Act* -, d'autres législations et

règlements existent en Suède mais ne sont pas détaillés ici⁹² (Nivinger, M., 2014, pp. 1-2 ; Rydberger, M. et Nostell, N., 2008, pp. 224-225).

La législation suédoise n'a pas connu de changements majeurs suite à la transposition de la directive, il y a surtout eu des changements de forme ou des modifications mineures dans les règles existantes (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 16 ; Roschier Attorneys Ltd, 2009, n.a.). Clerc, Demarigny et al. ont observé les cinq points principaux de la directive dans leur étude - offre obligatoire, principe de neutralité de l'organe, principe de neutralisation des restrictions, *squeeze-out* et *sell-out* - et chacun d'entre-eux faisait déjà partie des règles suédoises, et ne sont pas neufs (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 16).

D'après nos observations, la Suède respecte le champ d'application - article 1 - et les standards généraux de la directive - article 3. Elle applique l'offre obligatoire - article 5 - avec un délai de quatre semaines - sauf si le dépassement du seuil de contrôle est provisoire. Le seuil est de 30% et le prix équitable est déterminé sur les six mois précédant l'offre. La Suède respecte aussi les articles sur la publicité de l'offre et le document d'offre - article 6 -, la période d'acceptation - article 7 - et la transparence - article 8. La Suède a choisi d'appliquer l'article 9 sur la neutralité de l'organe, et ce dès connaissance de l'imminence d'une offre. Elle a par contre décidé de déroger à la totalité de la règle de la neutralisation des restrictions - article 11 - qui la gênait tellement lors des négociations en vue de l'adoption de la directive, et de ne pas appliquer le principe de réciprocité - article 12 § 3 et 5. Les entreprises peuvent toutefois appliquer la règle de neutralisation des restrictions sur base volontaire comme prévu dans la directive - article 12 § 2. La Suède a bien transposé la règle du *squeeze-out* ainsi que du *sell-out* - articles 15 et 16.

3.3.2.2. Le Royaume-Uni

Le Royaume-Uni avait déjà une longue expérience dans le domaine des OPA, des réglementations très développées, et une autorité de contrôle, avant l'adoption de la directive (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 2). Depuis 1968, les OPA étaient régies par le *City Code on Takeovers and Mergers* qui n'avait pas de force juridique et était établi et mis en oeuvre par un organisme indépendant. Avant la transposition de la directive 2004/25/CE, le

⁹² Le règlement du *OMX Nordic Exchange*, la loi sur les entreprises - *Swedish Companies Act* -, la loi sur l'échange d'instruments financiers - *Swedish Financial Instruments Act* -, la loi sur les abus de marché - *Swedish Market Abuse Penalties Act* - et la loi sur les obligations d'information concernant la détention de certains instruments financiers - *Swedish Act on Notification Obligations for Certain Holdings of Financial Instruments* (Rydberger, M. et Nostell, N., 2008, p. 225).

City Code comprenait déjà une grande partie des dispositions de celle-ci. Suite à sa mise en oeuvre, les dispositions du *City Code* sont devenues obligatoires. L'organisme indépendant - *Panel on Takeovers and Mergers* - a alors été désigné comme autorité de contrôle et a obtenu certains pouvoirs réglementaires lui permettant d'assurer le respect du *City Code* (Cleaver, C., 2014, p. 1 ; Jones, C., 2008, p. 415 ; Slaughter and May, 2015, p. 3). Le *City Code* comprend six principes généraux et 38 règles dont les objectifs sont la protection des actionnaires de la société visée - traitement équitable, information -, la préservation du marché des titres de la société visée et l'assurance que l'organe de la société visée n'adopte pas de mesures nuisibles à l'aboutissement de l'offre sans le consentement des actionnaires (Cleaver, C., 2014, p. 1 ; Slaughter and May, 2015, p. 3).

La mise en oeuvre de la directive a tout de même nécessité des changements dans le *Companies Act* et dans le *City Code*. La modification du *Companies Act* est allée plus loin que ce qui était requis par la directive - champ d'application plus large - mais la procédure complète ne s'est pas terminée dans le délai de transposition. Afin de respecter ce délai, le Royaume-Uni a dû procéder en deux étapes : (1) le 20 mai 2006 la directive a été transposée par des *Interim Regulations* - concernant uniquement les offres couvertes par la directive - et une nouvelle version du *City Code* a été publiée, comprenant les éléments nécessaires pour le respect de la directive, et (2) les *Interim Regulations* ont été révoquées et la transposition de la directive s'est alors retrouvée dans le *Companies Act 2006* qui est entré en vigueur le 6 avril 2007. Le *City Code* a aussi encore subi quelques petites modifications. Le *Panel* a alors vu ses pouvoirs s'élargir pour couvrir toutes les offres concernées par le *City Code* (Jones, C., 2008, pp. 415-416). Les règles de la *UK Listing Authority* - UKLA - sont aussi à prendre en compte si une des entreprises concernées par l'offre est cotée ou souhaite le devenir, sur le *Main Market* de la bourse de Londres. Si l'offrant est coté sur ce marché il doit obtenir l'approbation de ses actionnaires pour une OPA jugée importante. Les règles du UKLA s'appliquent au prospectus ou document d'offre lorsque l'offrant offre ses propres actions comme contrepartie (Cleaver, C., 2014, p. 1).

Selon Clerc, Demarigny et al., la législation britannique n'a pas connu de changements majeurs suite à la transposition de la directive. Parmi les cinq points principaux de la directive - offre obligatoire, principe de neutralité de l'organe, principe de neutralisation des restrictions, *squeeze-out* et *sell-out* -, seul le principe de neutralisation des restrictions n'est pas appliqué et cette situation n'est pas neuve. Le principe de neutralité de l'organe, bien que déjà existant avant la directive, a été renforcé par la transposition de celle-ci (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 16 ; Halasz, V. et Kecskes, A., 2014, p. 96).

Selon nos observations, le Royaume-Uni respecte le champ d'application - article 1 - qu'il a d'ailleurs choisi d'élargir à toutes les offres portant sur les sociétés privées et publiques sur son territoire. Les standards généraux de la directive - article 3 - sont également respectés par la législation du pays. Le Royaume-Uni applique l'offre obligatoire - article 5 -, avec un seuil de 30% et un prix équitable déterminé sur les douze mois précédant l'offre. Il respecte aussi les articles sur la publicité de l'offre et le document d'offre - article 6 -, la période d'acceptation - article 7 - et la transparence - article 8. Le Royaume-Uni a choisi d'appliquer l'article 9 sur la neutralité de l'organe, et ce dès connaissance de l'imminence d'une offre. Il a par contre décidé de déroger à la totalité de la règle de la neutralisation des restrictions - article 11, et de ne pas appliquer le principe de réciprocité - article 12 § 3 et 5. Les entreprises peuvent toutefois appliquer la règle de neutralisation des restrictions sur base volontaire comme prévu dans la directive - article 12 § 2. Les règles du *squeeze-out* ainsi que du *sell-out* - articles 15 et 16 - sont elles aussi bien transposées.

Le Royaume-Uni et certains autres Etats ont également adopté des réglementations supplémentaires, qui ne sont pas directement liées à la directive. Suite à l'acquisition de Cadbury par Kraft Foods à la fin des années 2000, des réformes ont été mises en place par le *Takeover Panel* pour protéger les sociétés visées par des OPA (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 33). Après une consultation, les changements ont été apportés en 2011 au *City Code* qui contient aussi les mesures de mise en oeuvre de la directive 2004/25/CE. Ces changements visent à : (1) améliorer la protection des sociétés visées par des OPA - système "*put up or shut up*", interdiction d'arrangements liés à une offre entre l'offrant, les personnes agissant de concert avec lui et la société visée, sauf des exceptions rendues publiques, et possibilité pour l'organe de la société visée de donner son opinion sur une offre accompagné de l'avis d'un expert indépendant -, (2) améliorer la transparence - divulgation des frais liés à l'offre par toutes les parties, publication d'informations concernant le financement de l'offre - et (3) améliorer les droits des employés (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 34-36).

3.3.2.3. La France

Comme au Royaume-Uni, la plupart des principes contenus dans la directive 2004/25/CE étaient déjà bien développés en France avant sa transposition dans la législation nationale - notamment les offres obligatoires et le *squeeze-out*. C'est la raison pour laquelle la directive n'a pas provoqué de grands changements pour le cadre des OPA en France (Breton, T., 2005, n.a. ; Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 2 ; Martin. D. G., Tézénas du Montcel. A. et Baird-Smith. M., 2008, p. 95). La directive a été mise en oeuvre par l'intermédiaire de

différents instruments : la Loi Breton du 26 juillet 2005, la loi concernant les offres publiques d'acquisition du 31 mars 2006 et un arrêté du 18 septembre 2006 modifiant le règlement général de l'Autorité des Marchés financiers - AMF. Cette autorité réglemente les marchés financiers français et est compétente pour la surveillance des OPA. Dans le cadre de la mise en oeuvre de la directive, cette autorité a également créé ou modifié plusieurs de ses propres réglementations. Le nouveau régime est totalement applicable depuis le mois d'octobre 2006 (Martin. D. G., Tézénas du Montcel. A. et Baird-Smith. M., 2008, p. 95).

Selon Clerc, Demarigny et al., la législation française a tout de même subi quelques petits changements suite à la transposition de la directive. Concernant les cinq points principaux de la directive qu'ils ont observés - offre obligatoire, principe de neutralité de l'organe, principe de neutralisation des restrictions, *squeeze-out* et *sell-out* -, la France n'a pas significativement changé sa législation par rapport à avant la transposition de la directive, mais elle a amélioré le principe de neutralité de l'organe, tout en y ajoutant le principe de réciprocité. Elle n'applique toujours pas le principe de neutralisation des restrictions - avec une exception - et elle a modifié son principe de *squeeze-out* (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 15 ; Halasz, V. et Kecskes, A., 2014, p. 96). La France a modifié à la marge sa législation étant donné que celle-ci faisait déjà partie des plus libérales d'Europe et que peu de modifications étaient requises pour transposer la directive (Breton, T., 2005, n.a. ; Ducourtieux, C., 2005, n.a.).

Selon nos observations, la France respecte le champ d'application et les standards minimaux de la directive - articles 1 et 3. Elle applique l'offre obligatoire - article 5 -, avec un seuil de 30%, dépassé de manière directe ou indirecte - sauf quand le passage de ce seuil est provisoire. Le prix équitable est déterminé sur les douze mois précédant l'offre - ou une méthode multi-critères s'il n'y a pas eu d'acquisition d'actions de la société visée dans les douze mois précédant l'offre. La France applique également l'offre obligatoire lorsque qu'un actionnaire qui détient entre 30 et 50% des parts, augmente ses parts de 1% dans les douze mois. La France respecte aussi les articles sur la publicité de l'offre et le document d'offre - article 6 -, la période d'acceptation - article 7 - et la transparence - article 8. Le pays a choisi d'appliquer l'article 9 sur la neutralité de l'organe, mais a par contre décidé d'adopter une position intermédiaire concernant la règle de la neutralisation des restrictions - article 11- et de n'en appliquer que certains aspects - article 11 § 2 et une partie du § 4 - et d'écarter ceux qui selon elle portent le plus atteinte à la liberté contractuelle. Le principe de réciprocité - article 12 § 3 et 5 - est transposé pour l'article 9 mais par contre pas pour les dispositions de l'article 11 transposées par la France. Les entreprises peuvent toutefois appliquer les articles

de la règle de neutralisation des restrictions que la France n'a pas transposés, sur base volontaire comme prévu dans la directive - article 12 § 2. Les règles du *squeeze-out* ainsi que du *sell-out* - articles 15 et 16 - sont elles aussi bien transposées.

3.3.2.4. La République Tchèque

Avant 1996, il n'existait pas de loi spécifique pour les OPA en République Tchèque. C'est cette année-là que des dispositions à ce propos ont été introduites dans le *Commercial Code*. Celles-ci comprennent notamment une offre obligatoire lorsque l'offrant acquiert la moitié, les deux-tiers ou les trois quarts des droits de votes d'une société cotée. Ces dispositions ont évolué au fil du temps, avec notamment une importante modification en 2000 qui a fortement changé les règles en matière d'OPA. Elle comprend notamment l'obligation d'obtenir l'autorisation préalable de l'autorité de surveillance - *Security Commission* - avant la publication d'une offre concernant une société cotée, une offre obligatoire lors de l'acquisition du contrôle et des exigences concernant le prix de cette offre obligatoire. Les dispositions concernant les OPA ont ensuite peu évolué jusqu'en 2008 (Dubecka, D., Mikula, O. et al., 2014, p. 1 ; Kasik, P. et Pihera, V., 2008, p. 127). Les travaux préparatoires à la transposition de la directive 2004/25/CE ont commencé en 2004 et deux alternatives ont été envisagées : (1) apporter de nouvelles modifications au *Commercial Code* ou (2) adopter une nouvelle loi à part entière. Ces travaux préparatoires ont connu quelques problèmes et la solution n'a pas été facile à trouver, les négociations ont notamment bloqué sur la question du prix pour l'offre obligatoire car il était généralement considéré qu'un prix élevé n'est pas acceptable pour le marché tchèque. L'accord a enfin été conclu mi-2007 et le *Takeover Act* est entré en vigueur le 1er avril 2008 (Kasik, P. et Pihera, V., 2008, pp. 127-128 ; Storek, L. et Vozehova, L., 2008, n.a. ; Pravda, M., 2008, p. 87).

Son principal but est de transposer la directive 2004/25/CE dans la législation Tchèque, modifiant celle-ci de manière remarquable. Cette législation permet aussi de supprimer certains défauts et ambiguïtés existants dans l'ancienne réglementation, qui devient dès lors beaucoup plus libérale avec le passage de cette loi. Le *Commercial Code* ne sert plus que de cadre général pour les offres qui ne visent pas l'acquisition du contrôle d'une entreprise et les offres volontaires sont peu affectées par la nouvelle législation. En 2014, un *Commercial Corporations Act* est entré en vigueur pour remplacer le *Companies Act*, mais laissant les règles concernant les OPA pratiquement inchangées (Dubecka, D., Mikula, O. et al., 2014, p. 1 ; Storek, L. et Vozehova, L., 2008, n.a.).

Selon Clerc, Demarigny et al. également, la législation tchèque a subi des changements significatifs suite à la transposition de la directive. Cependant parmi les cinq points principaux de la directive qu'ils ont observés dans leur étude - offre obligatoire, principe de neutralité de l'organe, principe de neutralisation des restrictions, *squeeze-out* et *sell-out* -, seul le principe du *sell-out* est véritablement nouveau en République Tchèque. La République Tchèque n'applique toujours pas le principe de neutralisation des restrictions, comme avant la transposition de la directive, et a apporté d'importantes modifications concernant les offres obligatoires - notamment concernant le seuil provoquant l'obligation de faire une offre et le prix offert. Le principe de neutralité de l'organe, bien que déjà existant, a été clarifié et le *squeeze-out* a été fortement amendé (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 15 ; Storek, L. et Vozehova, L., 2008, n.a.).

D'après nos observations, la République Tchèque respecte le champ d'application de la directive - article 1 - de manière plus large qu'exigé - elle en applique les dispositions également aux titres sans droit de vote. Elle a également transposé correctement les standards minimaux de la directive - article 3. Elle applique l'offre obligatoire - article 5 -, avec un seuil de 30%, dépassé de manière directe ou indirecte. Le prix équitable est déterminé sur les douze mois précédant l'offre - ou s'il n'y a pas eu d'acquisition d'actions de la société visée dans les douze mois précédant l'offre, le prix moyen pondéré sur les six mois précédant l'obligation de faire offre. La République Tchèque respecte aussi les articles sur la publicité de l'offre et le document d'offre - article 6 -, la période d'acceptation - article 7 - et la transparence - article 8. Le pays a choisi d'appliquer l'article 9 sur la neutralité de l'organe. La République Tchèque a par contre décidé de déroger à la règle de la neutralisation des restrictions - article 11. Le principe de réciprocité - article 12 § 3 et 5 - est transposé et les entreprises peuvent appliquer les articles 9 et 11, sur base volontaire comme prévu dans la directive - article 12 § 2. Les règles du *squeeze-out* ainsi que du *sell-out* - articles 15 et 16 - sont elles aussi bien transposées.

Nous pouvons donc confirmer que pour les quatre Etats analysés, la transposition ne pose pas de problème. Les seules grandes différences qui apparaissent entre eux sont le fait d'appliquer ou non les articles optionnels de la directive ou les aspects pour lesquels la directive laisse une marge de manoeuvre aux Etats - période d'acceptation, seuil de déclenchement de l'offre obligatoire, période prise en compte pour le calcul du prix équitable, etc.

3.4. La mise en oeuvre

Dans cette partie nous introduisons l'aspect de la mise en oeuvre de la directive 2004/25/CE concernant les OPA. Cette démarche vise surtout à démarrer la réflexion sur ce sujet pour mieux le cerner, bien que ce dernier représente un travail trop conséquent pour être réellement analysé dans le présent travail. Nous nous basons surtout pour ce faire sur un document de l'OCDE qui synthétise très bien le sujet.

Un bon cadre de gouvernance des entreprises est sensé améliorer l'efficacité des marchés, et cela n'est possible que si les lois et les règlements sont effectivement respectés et encouragent concrètement la performance à long terme des entreprises. Le fait de transposer la directive dans la législation nationale ne suffit donc pas. C'est la raison pour laquelle les marchés doivent être surveillés et encadrés par des autorités de surveillance et le non-respect des règles sanctionné au travers de procédures administratives ou pénales. La surveillance vise à détecter les infractions et peut être prise en charge par des organismes publics - autorités - ou privés - actionnaires, bourses, etc. La mise en application - ou *enforcement* - est l'affaire des tribunaux, des autorités et des règles procédurales qui déterminent *ex-post* s'il y a eu une infraction. L'efficacité de cette mise en application dépend de l'existence de sanctions effectives, proportionnelles et dissuasives (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 98 ; OCDE, 2013, p. 12).

3.4.1. Dans les pays de l'OCDE

Selon la Commission Européenne, en matière de gouvernance d'entreprises, les acteurs en charge du marché dans son ensemble - bourses, autorités des marchés financiers -, sont généralement responsables d'en contrôler la transparence et les autorités des marchés financiers ont tendance à être plus actives en matière de surveillance que les bourses. L'OCDE constate que dans ses Etats membres, les autorités manquent souvent d'indépendance ou de moyens et que cela diminue leurs capacités de contrôle et de mise en application des standards de gouvernance d'entreprise. Le Fonds Monétaire International - FMI - affirme que les autorités rencontrent de grandes difficultés à cause d'un besoin important de moyens et de soutien politique, institutionnel et légal. Pour palier au problème d'indépendance de l'autorité de contrôle, la moitié des juridictions de l'OCDE ont créé un organisme formalisé, dont les membres ont un mandat limité dans le temps et dissocié de l'agenda politique. Il existe différents canaux de financement des activités de l'autorité de contrôle - budget, amendes, auto-financement, etc. - qui ont chacun leurs avantages et inconvénients (OCDE, 2013, pp.

13-14). Le budget gouvernemental est stable, peu influencé par les performances des marchés financiers, mais souffre d'une certaine influence politique - pressions de réduction des effectifs ou de salaires. Une autre difficulté apparaît lorsque l'autorité doit exercer deux rôles conflictuels : promouvoir les marchés financiers et y assurer la surveillance et les sanctions (OCDE, 2013, pp. 14-15).

Les principales autorités en charge de la gouvernance d'entreprise pour notre échantillon sont les suivantes.

Principales autorités en charge de la gouvernance d'entreprise et financement (OCDE, 2013, p. 15).		
Suède	Swedish Financial Supervisory Authority (SFSA)	Budget national + auto-financement
Royaume-Uni	Financial Conduct Authority (FCA)	Auto-financement
France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	Auto-financement
République Tchèque	Banque Nationale Tchèque (CNB)	Auto-financement

L'organe de décision pour les quatre Etats de notre échantillon est le conseil d'administration de l'autorité de surveillance :

Conseil d'administration des autorités de surveillance (OCDE, 2013, pp. 17-18).			
Suède	8 membres	mandat de 3 ans	
Royaume-Uni	12 membres	mandat de 3 ans, renouvelable	désignés par le ministère des finances
France	16 membres, comprenant une représentation de la Banque Centrale	mandat de 5 ans, non renouvelable	désignés par le président
République Tchèque	7 membres	mandat de 6 ans, renouvelable une fois	désignés par le président

Les acteurs privés clés du contrôle et de l'exécution des règles sont les actionnaires et les parties prenantes des entreprises, les organismes auto-réglementés et institutions auxquelles sont délégués ces pouvoirs, les bourses, associations industrielles, d'actionnaires, etc. Ces acteurs peuvent être efficaces mais peuvent aussi être soumis à de mauvaises incitations (OCDE, 2013, p. 19). D'autres facteurs limitent leur efficacité : le système judiciaire peut être lent ou disposer de trop peu d'experts en matière de gouvernance. C'est pourquoi soumettre un cas à une autorité publique est souvent préféré à une procédure judiciaire. Le problème de ce système c'est qu'il ne permet que d'imposer des amendes aux contrevenants et ne permet pas aux parties lésées d'obtenir une compensation pour les dommages subis. Un rapport de la Commission⁹³ de 2009 montre que dans la plupart des pays, les actionnaires rencontrent beaucoup d'obstacles légaux et financiers pour lancer une procédure en justice. Bien qu'il y ait

⁹³ Citée par l'OCDE (2013, p. 20).

des lois qui les y autorise, en pratique leur marge de manoeuvre est limitée car il est difficile de prouver les relations causales, le manque d'expérience des tribunaux, etc. L'étude de la Commission montre que même dans des Etats comme le Royaume-Uni, dont l'actionnariat est dispersé et comporte beaucoup d'investisseurs institutionnels, l'engagement des actionnaires dans des litiges privés est faible. Les acteurs privés - bourses et organismes auto-réglementés - souffrent moins de ces problèmes, et ont l'avantage d'avoir une vue d'ensemble sur le marché plutôt qu'au cas par cas. Ils peuvent par contre rencontrer le même problème de « double mandat » que les acteurs publics - pouvoirs de surveillance et de sanction à concilier avec un rôle de promotion du marché (OCDE, 2013, p. 20). Certaines tâches de mise en application sont souvent déléguées aux bourses, comme en Suède. Celles-ci ont souvent le pouvoir d'émettre des avertissements ou de radier les entreprises récidivistes du marché réglementé (OCDE, 2013, p. 21). Les acteurs publics et privés sont souvent complémentaires - par exemple, les autorités publiques détectent les infractions, une procédure de sanction publique est alors déclenchée, permettant ensuite de lancer une procédure privée. Il a été démontré que la concurrence entre les acteurs publics et privés augmente l'efficacité globale de la mise en oeuvre des règles (OCDE, 2013, p. 22).

Concernant les **offres volontaires** et les conditions proposées par l'offrant, dans la plupart des juridictions de l'OCDE, l'autorité en charge des marchés financiers - ou une autorité spécifique -, contrôle la procédure. Habituellement, elles surveillent surtout le respect des exigences en matière d'information - approbation du prospectus, vérification que l'offrant dispose des moyens suffisants -, et parfois, l'autorisation du lancement de l'offre dépend de cette condition (OCDE, 2013, pp. 29-30). Il y a aussi souvent un contrôle de l'équité du prix de l'offre : certains pays ne requièrent pas de conditions particulières à ce propos - France, République Tchèque -, considérant que les actionnaires rejèteront l'offre s'ils estiment que le prix est insuffisant, alors que d'autres ont prévu des règles - par exemple, en Suède⁹⁴ (OCDE, 2013, p. 30). L'OCDE mentionne le problème, relevé également par la Commission dans son rapport de 2012, concernant la possibilité de contourner l'obligation de faire une offre obligatoire. Cela n'enfreint pas les règles de la directive mais va à l'encontre de ses objectifs. Ce problème peut toutefois être traité avec des seuils additionnels ou des conditions d'acceptation minimales pour les offres. Une grande partie de l'exécution des dispositions concernant les offres volontaires consiste à prodiguer des conseils et permettre des exemptions - comme en Suède. Ces rôles sont parfois délégués à un *Takeover Panel* ou un organisme privé (OCDE, 2013, p. 31).

⁹⁴ Obligation de payer au moins le même prix payé par l'offrant dans de précédentes transactions (OCDE, 2013, p. 30).

Concernant les **offres obligatoires** il y a généralement plus d'exigences que pour les offres volontaires. Dans beaucoup de juridictions de l'OCDE, le législateur ou l'autorité de surveillance a le pouvoir d'exiger le lancement d'une offre obligatoire. En général l'obligation est déclenchée lorsque l'offrant atteint le seuil de 30% des parts de la société visée et les parties agissant de concert avec lui sont généralement comprises dans le calcul de ce seuil. C'est pourquoi le concept d'action de concert et sa définition sont importants pour la mise en oeuvre de la directive. Une fois l'obligation déclenchée, un prix minimum autorisé doit être déterminé⁹⁵ (OCDE, 2013, p. 31). En général, les juridictions de l'OCDE préfèrent déléguer le pouvoir de mise en application et de contrôle à un organisme public. Il y a peu d'exemples de cas où des parties privées ont un tel pouvoir. Dans certains cas, l'autorité ou les tribunaux peuvent même empêcher une OPA d'avoir lieu (OCDE, 2013, p. 32).

3.4.2. Dans les pays de l'Union Européenne

La directive a permis d'établir un régime qui fonctionne bien car il n'y a pas de problème majeur de conformité ou de mise en oeuvre dans les Etats membres et les parties prenantes sont globalement satisfaites du cadre et des améliorations apportés. Il n'y a pas de cas importants de laxisme ou de manque de contrôle constaté parmi les pays observés par Clerc, Demarigny et al., à part quelques exceptions en Grèce, Pologne et Roumanie (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 99 ; Commission Européenne, 2012, p. 10). Le rapport publié en 2012 par la Commission, met toutefois en exergue cinq problèmes principaux concernant la mise en application de la directive dans les Etats membres (Commission Européenne, 2012, p. 6). Certains éléments de la directive devraient donc être éclaircis afin d'améliorer la sécurité juridique et la protection des droits des actionnaires (Commission Européenne, 2012, p. 10).

Tout d'abord, la **notion de « personnes agissant de concert »** pose un problème de sécurité juridique et de mise en oeuvre et devrait être précisée. La transposition de cette notion jugée trop large par les investisseurs, varie selon les interprétations des Etats membres (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 7 ; Commission Européenne, 2012, p. 7 ; OCDE, 2013, p. 31). Cela réduit la confiance des investisseurs internationaux quand ils veulent coopérer car si une

⁹⁵ Il s'agit souvent soit (1) du prix le plus élevé payé pour les titres concernés, durant les douze mois précédant l'annonce de l'offre - comme pour la directive -, soit (2) du prix moyen pondéré du marché pour ces titres durant les 30 jours précédant le début de l'obligation de faire une offre (OCDE, 2013, p. 31).

offre est lancée, le fait d'être considérés comme agissant de concert ou non, détermine s'ils doivent faire une offre obligatoire (Commission Européenne, 2012, p. 10).

La Commission constate aussi que de nombreux Etats permettent de **déroger à la règle de l'offre obligatoire**, réduisant son pouvoir de protection des intérêts des actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle. De plus, ces dérogations prennent des formes variées, ce qui complique le contrôle de la protection des actionnaires minoritaires (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 7 ; Commission Européenne, 2012, pp. 7-8 ; OCDE, 2013, p. 31). Les Etats doivent assurer le respect des principes généraux de la directive, dont cette protection fait partie. La façon dont ces principes généraux doivent être mis en application n'est pas réglementée par la directive, il est donc important de pouvoir s'assurer que les dérogations mises en place par les Etats les respectent (Commission Européenne, 2012, pp. 8, 11). Les Etats membres peuvent aussi adopter des règles plus sévères que celles de la directive - doubles seuils pour l'offre obligatoire, critères supplémentaires pour déterminer le prix équitable, désignation d'un expert pour juger de la juste évaluation de la société visée, informations complémentaires à inclure dans le document d'offre, etc. (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 32).

Une meilleure harmonisation globale et une meilleure coordination entre les Etats pourrait dès lors s'avérer utile pour répondre aux deux premiers problèmes soulevés ici - par exemple uniformiser la définition de contrôle, les dérogations autorisées à l'offre obligatoire, préciser le concept d'agissement de concert, etc. (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 7, 9).

Le troisième problème soulevé est le fait que la **règle de l'offre obligatoire à un prix équitable peut être contournée** par les offrants. L'article 5 §2 de la directive prévoit qu'il n'est pas obligatoire de faire une offre si le contrôle est obtenu au moyen d'une offre volontaire - dont le prix n'est pas réglementé - portant sur la totalité des actions de la société. Il suffit donc d'acquérir une part de titres, proche du seuil de contrôle - qui n'oblige pas à lancer une offre obligatoire -, et d'ensuite lancer une offre volontaire à un prix inférieur au prix équitable. Les actionnaires restants se retrouvent alors lésés (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 32 ; Commission Européenne, 2012, pp. 8-9, 11 ; OCDE, 2013, p. 31). Certains Etats ont pris des mesures pour empêcher cette situation en prévoyant des seuils supplémentaires pour les offres obligatoires ou des conditions pour l'acceptation des offres volontaires. Un autre problème connexe est le fait que certains offrants peuvent volontairement n'acquérir qu'une part de titres juste inférieure au seuil de contrôle et ainsi obtenir le contrôle de facto sans être soumis à la règle de l'offre obligatoire (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 7 ; Commission Européenne, 2012, p. 9 ; OCDE, 2013, p. 31).

Concernant les **règles facultatives** limitant les mécanismes de défense contre les OPA, la Commission met en avant le fait que leur succès est mitigé. La règle de neutralisation des restrictions est peu répandue dans les Etats membres contrairement à la règle de neutralité de l'organe qui est largement transposée dans l'Union. Cela ne semble toutefois pas avoir eu d'impact négatif sur le nombre d'OPA étant donné qu'il existe d'autres manières de contourner les mesures de défense (Commission Européenne, 2012, pp. 9-12).

Finalement, il ressort de l'étude de Marcus Partners que les **travailleurs** estiment que leurs **intérêts ne sont pas suffisamment protégés** : des informations sont souvent manquantes, en retard ou inappropriées⁹⁶. Ils se plaignent également qu'après l'offre, il n'y a pas de vérification que l'offrant s'en tient à ce qu'il a communiqué - ce contrôle n'est pas prévu par la directive (Commission Européenne, 2012, p. 10). Clerc, Demarigny et al. proposent que les procédures de décision soient modifiées pour mieux tenir compte des intérêts des parties prenantes - combinaison du choix individuel des actionnaires à l'assemblée générale et d'un processus collectif au sein de l'entreprise, avec une meilleure consultation des employés, une meilleure prise en compte de l'impact de l'offre sur leurs intérêts et la mise en place de sanctions. Une amélioration de la communication est aussi globalement soutenue par les investisseurs et les intermédiaires financiers (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 9).

L'encadrement de la part des autorités est important dans certains pays - comme le Royaume-Uni avec le *Takeover Panel*, qui est cependant moins interventionniste que l'autorité française. Les autorités comme l'AMF en France par exemple, publient des rapports annuels dans lesquels sont décrits les décisions et problèmes les plus importants, de la documentation est aussi publiée - conseils, statistiques, etc. (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 99 ; Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 4). Le niveau d'encadrement dépend beaucoup de la taille du marché et du moment auquel la législation d'origine en matière d'OPA a été introduite dans le pays. Plus le marché est grand et plus la législation est ancienne et plus il y a tendance à y avoir d'encadrement. La directive facilite la coopération entre les autorités des différents

⁹⁶ Un exemple intéressant concernant le Royaume-Uni : le *Takeover Panel* a constaté que durant une offre recommandée, les employés ont rarement le temps d'exprimer leur avis car l'annonce de l'offre et le document d'offre accompagné de l'avis de l'organe, sont généralement publiés le même jour. Les informations communiquées aux actionnaires et aux employés dépendent aussi fortement de la fiabilité des informations communiquées par l'offrant et une meilleure communication entre l'organe de la société visée et les employés pourrait leur permettre de donner leur opinion. Le *Panel* a donc apporté quelques modifications au *Takeover Code* : l'organe doit notamment (1) informer le plus tôt possible les représentants des employés et (2) publier l'avis des employés sur son site même s'il n'a pas été reçu à temps pour être joint son opinion. Les obligations de l'offrant sont aussi renforcées : déclarations supplémentaires concernant les employés de la société visée, et validité des déclarations durant une certaine période (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 46-47).

Etats membres grâce à un cadre réglementaire désormais commun (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, p. 99).

Après la transposition de la directive la plupart des pays étudiés n'ont pas connu d'augmentation des litiges concernant les OPA, dans certains pays cela s'explique par le fait que la législation en la matière est récente et la taille du marché restreinte, dans d'autres Etats cela s'explique par le fait que la directive n'a pas changé fondamentalement le cadre qui existait déjà - comme en France ou au Royaume-Uni. Les sanctions pour le non respect des législations nationales sont déterminées par les Etats. Au Royaume-Uni, si le *Hearings Committee* détecte des infractions au Code ou aux décisions du *Panel*, il peut prendre diverses mesures : faire une déclaration de censure privée ou publique, suspendre, annuler ou soumettre à des conditions, une exemption, une approbation ou un statut spécial, rapporter le comportement à une autorité ou organisme professionnel, etc. (Clerc, C., Demarigny, F., et al., 2012, pp. 100-101).

3.5. Les résultats

Comme nous l'avons vu, la directive concernant les OPA a été l'objet d'intenses débats depuis le début des négociations en 1989. Elle a souvent fait l'objet d'une certaine opposition d'Etats membres aux contextes et aux cultures différentes et son aboutissement n'a eu lieu qu'après un long cheminement et le fait de rendre certains dispositions clés optionnelles. Cependant, selon les études que nous avons citées dans ce travail, la transposition de la directive n'a généralement pas posé problème dans l'Union Européenne. Nous allons maintenant synthétiser nos observations et les comparer au comportement attendu de la part de chaque Etat de notre échantillon, selon la théorie des mondes de conformité de Causse et Falkner. Le but est de juger si pour l'étape de transposition, nous pourrions valider en partie cette théorie dans notre conclusion, afin de répondre à notre question de recherche.

3.5.1. Le monde légaliste

Nous l'avons vu, la grande particularité du système de gouvernance d'entreprise de la **Suède**, c'est l'usage fréquent d'actions à droit de vote multiple dans les entreprises. Ce système y est très répandu et la moitié des entreprises suédoises l'utilisaient encore en 2009. Il permet aux actionnaires traditionnels de conserver le contrôle malgré qu'ils ne détiennent pas la majorité des parts de la société. Dans les procès verbaux des débats au Conseil de l'Union Européenne, nous avons observé qu'assez rapidement, dans les négociations pour la directive 2004/25/CE,

la Suède avait exprimé ses doutes concernant l'article 11, en particulier sur le fait que celui-ci puisse s'appliquer aux actions à droits de vote multiples. Ce désaccord sera d'ailleurs rappelé plusieurs fois au cours du processus de négociation. La Suède ira même jusqu'à suggérer qu'elle préférerait que les articles 9 et 11 soient supprimés de la proposition plutôt que d'être simplement rendus optionnels. Nous avons vu dans le résumé des demandes exprimées par la Suède lors de ces négociations, que l'article 11 est en effet celui qui lui pose le plus de problèmes. En tout, un tiers des demandes de la Suède a été repris dans le texte final, dans lequel subsisteront des réserves émises à propos de la définition de titres à droit de vote multiple, de quelques éléments des articles 5, 6 et 14, ainsi que de l'article 17. Les actions à droit de vote multiple ont finalement été incluses dans l'article 11 de la directive, ce qui selon le pays, risquait de rendre ses entreprises plus vulnérables. D'autres raisons ont poussé les pays scandinaves à rejeter l'article 11. Selon eux, celui-ci ne respecte pas le droit de propriété des actionnaires, il s'attaque à un principe qui encourage l'activisme des actionnaires et donc une meilleure gouvernance d'entreprise, l'article 9 suffirait à contenir les problèmes d'agence et finalement, l'existence de ce système n'a pas empêché le marché suédois du contrôle d'entreprises d'être parmi les plus actifs.

Le projet de directive concernant les OPA s'inspire à la fois de la longue expérience du Royaume-Uni en la matière et à la fois des principes de gouvernance d'entreprise continentaux, afin d'établir des règles équilibrées et adaptables à la culture de chaque Etat membre. Les principes importés de la législation britannique auraient pu se heurter au système de gouvernance d'entreprise en place en Suède, car son actionnariat est plus concentré et sa vision davantage centrée sur l'ensemble des parties prenantes. Cependant le système scandinave se retrouve dans une position intermédiaire entre les deux grands modèles car en Suède et dans les autres pays de la région, il y a moins d'entreprises détenues par un actionnaire majoritaire unique que dans les autres pays d'Europe Continentale. De plus, certains principes courants dans le système anglo-saxon y sont déjà répandus comme le *squeeze-out* - par contre certains sont plus controversés comme l'offre obligatoire par exemple, qui est considérée comme un mécanisme anti-OPA par certains, défendue par d'autres. Déjà avant la transposition de la directive, les règles suédoises concernant les OPA, étaient influencées par la législation britannique.

La Suède a légèrement dépassé le délai de transposition puisqu'elle a eu quelques jours de retard mais a correctement transposé la directive. Si l'on observe les principaux aspects de la directive, la législation suédoise n'a pas subi de changements importants suite à la transposition de la directive puisque des règles similaires y existaient déjà. Elle n'a par

ailleurs pas souhaité transposer l'article 11 qui lui avait tant posé problème lors des négociations, ni l'article 12 sur la réciprocité.

Si nous comparons maintenant nos découvertes à la théorie de Causse et Falkner, nous ne pouvons tout d'abord pas affirmer dans le cas de la Suède que la culture du respect des règles dépasse les intérêts nationaux. Dans le cas présent nous avons observé une opposition très nette à un principe contenu dans la directive - la neutralisation des restrictions -, tout au long des négociations et ce principe ne s'est finalement pas retrouvé dans la législation suédoise. La Suède ne transpose vraisemblablement pas aveuglément toutes les dispositions des directives dans le domaine de la gouvernance des entreprises. Bien entendu, il est important de nuancer notre propos car cette disposition était facultative, ce qui a justement permis au texte de la directive d'être adopté. Il aurait été intéressant, dans le cadre de la validation de la théorie des mondes de conformité, d'observer le comportement de la Suède, pays du monde légaliste, dans le cas où ce principe n'aurait pas été rendu optionnel et la directive votée en l'état. Le pays aurait-il respecté ce principe et transposé la directive dans les délais ? Nous ne pouvons d'ailleurs pas dire que la transposition ait été ponctuelle dans ce cas-ci, bien que le retard soit minime. Finalement, nous avons observé⁹⁷ que la Suède adapte en effet la transposition à son contexte national étant donné que dans les documents analysés nous avons remarqué l'ajout de beaucoup de détails, en comparaison avec le texte de la directive⁹⁸. Sur ce point nous pouvons donc affirmer que le comportement de la Suède colle avec les prédictions de la théorie de Causse et Falkner.

3.5.2. Le monde de la politique nationale

Comme nous l'avons vu dans notre description de la situation au niveau national, au moment des négociations pour l'adoption de la directive 2004/25/CE, le **Royaume-Uni** avait déjà une longue expérience en ce qui concerne les OPA, puisque c'est là que sont apparues les premières réglementations d'Europe en la matière. Le *City Code* a d'ailleurs servi d'inspiration aux autres Etats lors de leurs premiers pas dans le domaine, ainsi qu'à la Commission Européenne pour ses propositions de directive successives.

⁹⁷ Voir annexe 2, tableau 1.

⁹⁸ Par exemple il est autorisé d'offrir un prix différent pour différentes classes d'actions, des dérogations sont possibles pour l'offre obligatoire, il y a un délai pour l'offre obligatoire, le paiement en cash est requis dans certains cas, le document d'offre peut devoir contenir des informations supplémentaires dans certains cas, une période d'acceptation plus longue est autorisée, la neutralité de l'organe est requise dès l'imminence de l'offre, l'article 11 peut être appliqué volontairement mais les règles de vote à l'assemblée générale sont très strictes, etc.

Lors des débats au sein du Conseil de l'Union Européenne, nous avons remarqué que le Royaume-Uni, tout comme la Suède, s'est opposé assez vite à l'article 11. Lorsque le Portugal a proposé le compromis qui vise à rendre les articles 9 et 11 optionnels, le pays a même affirmé qu'il préférerait tout de même que ces derniers soient tout bonnement supprimés du texte. En tout, dans nos observations, le Royaume-Uni a obtenu une issue positive pour un peu plus de la moitié des remarques émises lors des négociations. Certains éléments qui posaient problème au Royaume-Uni resteront tout de même dans le texte, concernant les articles 2, 5, 6, 14, 15 et 17. A l'époque de la proposition qui avait précédé, le Royaume-Uni était considéré comme le plus grand défenseur du projet de directive concernant les OPA. En effet, celui-ci s'inspirait très largement de la législation britannique qui existait en la matière, notamment pour des règles essentielles telles que le principe d'égalité de traitement, l'offre obligatoire ou le *squeeze-out*. La proposition est donc sensée convenir à son système de gouvernance à l'actionnariat dispersé et orienté vers le marché. Pourtant, elle s'y opposera aux côtés de l'Allemagne. La raison de ce revirement n'est pas à chercher au niveau des questions de fond, mais plutôt dans la dynamique des négociations car un accord avait été passé avec les allemands en échange d'une faveur de leur part dans les négociations concernant une autre directive. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle le pays a à nouveau soutenu la proposition de directive qui a finalement été adoptée en 2004, à laquelle il était très favorable malgré les quelques remarques qui ont été faites lors des négociations.

Le Royaume-Uni a transposé la directive 2004/25/CE dans le délai imparti. Il a procédé, pour ce faire, en deux étapes dans le but de respecter ce délai. Il faut dire que cette directive lui demandait peu de changements étant donné que le pays disposait déjà depuis longtemps de règles similaires. Le pays a bien transposé la directive correctement, mais n'a pas souhaité adopter les articles 11 et 12, ce qui ne modifie pas la situation qui précédait la transposition. Tous les autres grands principes existaient déjà en droit britannique, ce qui signifie qu'il n'y a pas eu de changement majeur dans celui-ci. Le pays a même décidé d'aller plus loin que requis par la directive, notamment concernant le champ d'application.

Si nous comparons nos résultats à la théorie des mondes de conformité, nous pouvons dire que la transposition des éléments obligatoires de la directive est à la fois fidèle - étant donné le peu de changements nécessaires - et ponctuelle - grâce à une élaboration en deux temps de la nouvelle réglementation -, comme attendu dans la théorie. En effet, dans le cas présent, la directive est en adéquation avec la position du pays et ne pose pas de problème. Le pays va même plus loin que ce qui est requis par la directive mais les articles 11 et 12 ne sont pas transposés ce qui montre bien que les intérêts nationaux l'emportent en cas de conflit, bien

qu'ici, comme pour la Suède, il aurait été intéressant d'observer le comportement du Royaume-Uni dans le cas où ces règles n'auraient pas été rendues facultatives. Cela signifie que nous ne pouvons valider la théorie des mondes conformité que pour ce cas précis de la directive 2004/25/CE, au Royaume-Uni, car nous ne pouvons pas affirmer que le comportement serait le même dans le cas de règles obligatoires qui s'opposeraient à la position défendue par le pays. Nous ne pouvons pas non plus confirmer que le non respect est une généralité en cas d'opposition forte puisque ce n'est pas du tout le cas pour cette directive. Il faudrait donc observer d'autres directives du domaine de la gouvernance des entreprises pour obtenir une réponse globale pour le monde de la politique nationale.

3.5.3. Le monde de la négligence au stade de transposition

Le contexte français des débats nationaux concernant les OPA était sensible à cause de rumeurs concernant une possible OPA de PepsiCo sur Danone. La principale préoccupation de l'Etat français était de protéger ses fleurons nationaux en leur permettant d'être sur un pied d'égalité par rapport aux entreprises étrangères. C'est pourquoi les articles 9, 11 et 12 ont suscité de vifs débats empreints de protectionnisme. La France n'a pas transposé la totalité de l'article 11 - certains aspects faisant déjà partie de sa législation avant la transposition - car elle estime comme la Suède que celui-ci porte atteinte à la liberté des contrats. La loi française transposant la directive permet notamment l'utilisation de moyens de défense alternatifs, le but étant de protéger les entreprises françaises d'OPA d'offrants étrangers. Comme nous l'avons vu, la France a formulé, lors des réunions du Conseil de l'Union Européenne, des réserves concernant l'article 11, dès le début des négociations en vue de l'adoption de la directive 2004/25/CE, comme la Suède et le Royaume-Uni. Le pays rappellera son opposition par rapport à cet article plusieurs fois au cours des négociations. La France obtiendra qu'un peu moins de la moitié de ses remarques soient prises en compte dans le texte final de la directive. En plus de l'article 11, elle avait surtout émis des réserves concernant l'article 5, certaines resteront dans le texte final tout comme certains éléments problématiques dans les articles 11, 14 et 15.

Malgré les caractéristiques du système de gouvernance d'entreprise français, dont l'actionnariat est plus concentré qu'outre Manche et dont la vision est centrée sur l'ensemble des parties prenantes, la législation française en matière d'OPA était déjà très libérale et développée avant l'adoption de la directive 2004/25/CE. Des principes comme le *squeeze-out* ou l'offre obligatoire existaient déjà dans le cadre français. La France a respecté le délai de transposition et ce processus n'a provoqué que peu de changements dans la législation

nationale. Ceux-ci concernent notamment une amélioration du principe de neutralité de l'organe et l'apparition du principe de réciprocité de l'article 12 - uniquement pour l'article 9 et pas pour l'article 11. Comme beaucoup d'autres Etats européens, la France, n'a pas souhaité transposer l'article 11.

Concernant la France, nous ne pouvons qu'être surpris de la différence entre le résultat attendu selon la théorie des mondes de conformité, et les résultats effectifs de nos recherches. En effet, nous nous trouvons face à un pays qui a transposé une directive de manière complète et ponctuelle concernant les dispositions obligatoires - la France est même plus ponctuelle qu'un autre Etat comme la Suède qui est pourtant supposé, selon la théorie, être un meilleur élève concernant les délais de transposition. Selon les documents que nous avons consulté, la transposition ne semble pas non plus aussi littérale que le suggère la théorie de Causse et Falkner⁹⁹, puisque la France a ajouté des détails qui ne se trouvent pas dans le texte de base de la directive¹⁰⁰. Nous pouvons donc dire qu'avec cette directive et dans le cas de la France, pour le monde de la négligence au stade de la transposition, la théorie des mondes de conformité n'est pas valide car aucun des résultats obtenus ne correspond à ce qui était attendu.

3.5.4. Le monde des lettres mortes

La République Tchèque, dispose d'un système de gouvernance d'entreprise parmi ceux dont l'actionnariat est le plus concentré de l'Union Européenne, auquel on pouvait s'attendre que tous les principes de la directive ne s'adaptent pas forcément. Le pays a accédé à l'Union Européenne après l'adoption de la directive 2004/25/CE, ce qui signifie qu'elle n'a pas pu influencer les négociations sur le sujet au niveau européen. Concernant les débats nationaux, peu d'information circule sur les préoccupations des tchèques. Nous pouvons supposer que cela est symptomatique d'un désintéressement de la question au niveau national. Les OPA hostiles y sont plutôt rares - en 2008 - et la législation en la matière peu développée avant la transposition de la directive. Cependant, le principe du *squeeze-out* a tout de même provoqué des débats car appliquer ce principe au sens de la directive revenait à améliorer fortement la

⁹⁹ La France prévoit des cas dans lesquels l'offre obligatoire peut être exemptée, il existe un deuxième seuil pour les offres obligatoires entre 30 et 50%, dans certains cas le prix doit être payé en espèces, il y a une forme de « *put up or shut up* » qui est mis en place, la France prévoit que l'offrant fait rapport, après le fin de l'offre, aux employés de la société visée, de la mise en oeuvre de la politique qu'il avait prévu de mettre en place, dans certains cas l'avis d'un expert indépendant est requis concernant la recommandation d'une offre, une partie de l'article 11 est transposée car une règle similaire faisait déjà partie de la législation française auparavant, etc.

¹⁰⁰ Voir annexe 2, tableau 3.

protection des droits des actionnaires minoritaires dans ce cas bien précis en République Tchèque - une autre sorte de *squeeze-out* existait déjà.

La République Tchèque a transposé la directive 2004/25/CE plutôt tardivement puisqu'elle l'a fait avec près de deux ans de retard. En effet, les OPA sont un sujet relativement récent pour ce pays d'Europe Centrale et Orientale qui, avant 1996, ne disposait encore d'aucun cadre en la matière. Avant la transposition de la directive, le principe d'offre obligatoire y était cependant déjà appliqué et le cadre avait déjà été modernisé une première fois en 2000, sans subir de modification jusqu'à 2008, au moment de la transposition de la directive. Ce processus n'a pas été facile car les discussions ont butté sur certains points comme le prix de l'offre obligatoire - la crainte des négociateurs était qu'un prix trop élevé ne soit néfaste pour le marché tchèque encore relativement peu développé et en quête d'investisseurs. La décision a été prise de recommencer à zéro et d'adopter une toute nouvelle loi qui est enfin entrée en vigueur en avril 2008. Cette loi a profondément modifié le cadre tchèque mais transpose correctement la directive dans la législation nationale. La République Tchèque va même un peu plus loin en élargissant un peu son champ d'application. Le principe du *sell-out* n'existait pas en République Tchèque avant l'adoption de ce texte. Le pays a décidé, comme les trois autres Etats étudiés, de ne pas opter pour l'article 11 sur son territoire. Les principes de l'offre obligatoire et du *squeeze-out* ont connu de gros changements par rapport au régime antérieur et le principe de neutralité de l'organe a été clarifié.

Si nous comparons ces résultats avec ceux attendus en fonction de la théorie de Causse et Falkner, nous constatons qu'en effet, la République Tchèque est un bon élève au niveau de la transposition. Le seul grand problème étant que celle-ci a eu lieu avec près de deux ans de retard sur le délai imparti. Nous n'avons pas trouvé beaucoup d'information concernant d'éventuels débats nationaux sur le sujet, nous ne pouvons donc pas vraiment mettre ce retard en lien avec de tels conflits. Cependant, nous pensons que cela n'est pas tant dû à une opposition avec le contexte national qu'à des difficultés liées à la nouveauté du concept des OPA dans le pays et dans sa législation. Nous ne pouvons donc pas affirmer ici que la théorie soit valide, étant donné que si la République Tchèque est un bon élève selon la théorie, en réalité son manque de ponctualité nous mène à penser que ce n'est pas tout à fait le cas dans cette situation-ci. De plus, nous n'avons pas pu constater de réelle contestation politique à mettre en lien avec ce retard de transposition. Dans ce cas-ci il serait probablement intéressant d'observer comment le pays a mis sa législation en oeuvre afin d'analyser l'autre partie de la théorie, compléter nos résultats et juger si elle se vérifie mieux dans cette étape.

4. Conclusion

4.1. Le contenu du mémoire

Notre travail s'est divisé en deux grandes parties, une partie théorique et une partie analytique. Dans la partie théorique nous avons résumé la théorie des mondes de conformité et exposé la directive 2004/25/CE concernant les OPA. Dans la partie analytique nous avons présenté le choix des pays de notre échantillon et le comportement attendu de leur part selon la théorie présentée dans la partie théorique. Nous sommes ensuite entrés dans le vif du sujet avec un chapitre sur les négociations en vue de l'adoption de la directive : nous avons expliqué comment la directive a été adoptée, parlé des débats qui ont eu lieu au sein du Conseil de l'Union Européenne et des remarques émises par trois des pays que nous avons choisis d'observer. Nous avons aussi abordé brièvement le rejet de la proposition précédente et les différences entre les systèmes de gouvernance d'entreprise des pays de l'échantillon. Nous avons parlé des débats qui ont eu lieu au niveau national dans chacun des pays analysés pour comprendre qu'elles étaient les particularités du contexte de chacun. Dans le chapitre suivant nous nous sommes penchés sur la transposition de la directive dans les législations nationales, d'abord de manière dans l'Union Européenne, pour ensuite se focaliser sur les Etats de l'échantillon. Nous avons finalement abordé rapidement l'aspect de la mise en oeuvre pour lancer la réflexion sur ce deuxième volet de l'application d'une directive, malgré que nous ne l'analysons pas en détail dans notre travail. Tous ces éléments nous ont permis d'établir une interprétation et une réponse à la question de départ que nous avons formulée dans l'introduction du présent travail.

4.2. La réponse à la question de recherche

Pour rappel, notre question de recherche est la suivante : la théorie des mondes de conformité de Causse et Falkner explique-t-elle le comportement des Etats lors de la transposition d'une directive concernant la gouvernance des entreprises, telle que la directive 2004/25/CE sur les offres publiques d'acquisition ?

Nous avons vu que concernant la Suède, pays représentant le monde légaliste, la théorie n'a pas permis de prédire comment le pays allait transposer la directive. La Suède n'a pas transposé certains principes de la directive, opposés à ses intérêts nationaux, alors que la théorie avait suggéré l'inverse. Il est important de considérer le fait que ces dispositions sont optionnelles, ce qui signifie que la Suède aurait peut-être agi différemment face à ces

dispositions si elles avaient été obligatoires. De plus, la théorie affirme que les pays du monde légaliste transposent les directives dans le délai imparti, alors que la Suède a eu un léger retard. Le seul point sur lequel la théorie a correctement prédit le comportement de la Suède, c'est sur le fait qu'elle a adapté certaines règles nationales à son propre contexte plutôt que de « copier-coller » le texte de la directive.

Pour le Royaume-Uni, le résultat est différent puisque la théorie s'est vérifiée : ce pays du monde de la politique nationale a bel et bien transposé la directive de manière fidèle et ponctuelle et cela correspond au fait que les intérêts nationaux et la directive allaient dans le même sens. Nous observons que les dispositions qui ne sont pas transposées sont facultatives. Comme pour la Suède, il aurait été intéressant de vérifier la validité de la théorie de Causse et Falkner dans le cas où ces dispositions auraient été obligatoires, pour savoir si le Royaume-Uni les aurait transposées ou s'il aurait décidé de ne pas respecter ces articles comme la théorie le prévoit. Dans ce cas-ci la théorie est valable mais nous ne pouvons pas tirer de conclusion définitive pour les autres cas possibles.

En ce qui concerne le monde de la négligence au stade de la transposition, le résultat n'est pas du tout celui attendu d'après la théorie des mondes de conformité. La France a transposé la directive dans les délais et de manière complète pour les dispositions obligatoires. Elle a même eu un comportement plus exemplaire que la Suède. La transposition n'est pas non plus telle que prédite par la théorie puisqu'elle comporte des éléments propres à la France, plutôt qu'une recopie du texte de la directive. Dans ce cas-ci il apparaît nettement que la théorie n'est pas valable dans ce cas-ci. Il serait intéressant, encore une fois, de voir si le fait que les articles sont optionnels a eu une influence sur le comportement de la France pour cette directive.

Finalement, nous avons vu que pour la République Tchèque, le pays choisi pour représenter le monde des lettres mortes, il était difficile de donner une conclusion. Cela est dû, d'une part au fait que la théorie décrivait surtout des problèmes de mise en oeuvre pour ce monde alors que nous avons cherché à analyser la transposition. D'autre part, le peu d'information disponible ou accessible à propos de la position nationale de la République Tchèque nous empêche de vérifier si de tels conflits sont apparus. Etant donné que la matière restait assez nouvelle pour ce pays, il est probable qu'il y ait peu d'éléments de la directive qui aient pu s'opposer aux pratiques et au contexte national et que ce soit la raison pour laquelle peu de choses ont été écrites à ce propos. La théorie affirme que les pays du monde des lettres mortes ont tendance à être de meilleurs élèves que les autres Etats membres en matière de transposition, ce qui

n'est pas totalement vrai ici, puisque la République Tchèque a eu deux ans de retard sur le délai imposé dans la directive.

Au terme de ce commentaire, la réponse à la question de recherche que nous avons rappelée au début de cette section semble claire. Selon nous, la théorie des mondes de conformité de Causse et Falkner ne permet pas d'expliquer le comportement des Etats que nous avons étudié en ce qui concerne la façon dont ils ont transposé la directive 2004/25/CE concernant les OPA.

4.3. Les limites du travail et les pistes pour de nouvelles recherches

Il est bien entendu essentiel de remettre les choses en perspective de manière critique. Ce travail n'est pas complet, pour un bon nombre de raisons. Tout d'abord, la méthode de travail s'est établie en fonction des moyens dont nous disposions. Nous nous sommes focalisés sur l'aspect de la transposition pour laisser de côté la partie mise en oeuvre. Cela est dû au fait qu'analyser la mise en oeuvre d'une législation dans un pays demande un travail de recherche très conséquent, et que les données nécessaires ne sont pas forcément disponibles facilement. Faire ce travail pour quatre pays dont deux ont une langue nationale que nous ne comprenons pas, semblait dès lors irréalisable dans le cadre d'un mémoire de fin de Master. Cela rend donc l'analyse incomplète puisque la théorie des mondes de conformité comporte à la fois un volet sur la transposition et un volet sur la mise en oeuvre. La validation de la partie sur la transposition ne suffisait donc pas à valider l'entièreté de la théorie en question.

Ensuite, nous n'avons pu analyser qu'une seule directive. Il aurait été bien plus riche d'en analyser plusieurs afin de pouvoir recouper les observations provenant de cas différents. Le problème de la directive que nous avons choisie dans le cadre de travail est qu'elle comporte des éléments optionnels et que ceux-ci sont précisément ceux qui ont provoqué le plus de débats, tant au niveau des institutions européennes qu'au niveau national. Cela a dès lors diminué les possibilités d'observer la réaction des Etats face au devoir de transposer une directive qui ne leur convient pas, et donc l'apport de notre étude. Bien sûr, cela porte également un enseignement, puisque cela démontre à quel point la dynamique des négociations peut se révéler complexe, et que beaucoup de choses peuvent influencer les choix des Etats ou des députés lors de ces négociations, des votes ou lors de la transposition au niveau national. Cela montre également qu'une théorie comme celle de Causse et Falkner ne permet peut-être pas de traiter tous les types de directive, et que lorsqu'il y a des éléments facultatifs, son apport peut être plus limité. C'est la raison pour laquelle, l'analyse d'une

directive strictement obligatoire serait intéressante en guise de complément à l'étude de celle-ci pour des recherches futures. Le fait d'analyser plusieurs directives permettrait d'avoir une meilleure image de la réalité.

Comme autre limite, nous pouvons également parler du fait que nous avons dû nous baser sur d'autres études déjà menées sur les législations nationales transposant la directive. La raison de ce choix est surtout pragmatique étant donné que nous ne comprenons pas le Tchèque ou le Suédois et que nous ne pouvons dès lors pas analyser directement les textes législatifs. Cela signifie que l'étude n'est pas exhaustive et que bien que nous avons pu vérifier le respect de la directive dans son ensemble, nous n'avons pas pu observer tous les détails, ceux-ci n'étant pas toujours repris dans nos documents. Cela nous oblige également à faire confiance aux auteurs de ces études plutôt que d'accéder directement aux sources originales. Ensuite, l'autre raison est que cela représente également un travail chronophage, surtout lorsqu'il faut analyser quatre pays différents. L'accès à la documentation n'a pas toujours été simple non plus puisque nous faisons nos recherches principalement en français et en anglais. Cela a limité le nombre de documents trouvés pour les pays dont ce n'est pas la langue nationale.

5. Bibliographie

Aluchna, M. (2009). Does good corporate governance matter ? Best Practice in Poland. *Management Research News*, 32(2), 185-198.

Allen & Overy LLP (2014). *M&A Index, H1 2014*. <http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/MA%20Index%20H1%202014.pdf> (consulté le 16 décembre 2015).

Autorité des Marchés Financiers (2014). *Les Offres Publiques d'Acquisition : OPA, OPE, etc.* Paris : Autorité des Marchés Financiers.

Börzel, T. A., & Risse, T. (2000). When Europe Hits Home : Europeanization and Domestic Change. *European Integration Online Papers*, 4(15), 1-13.

Breton, T. (2005). *Discours public : Conseil des ministres du 21 septembre 2005. Offres publiques d'acquisition*. <http://discours.vie-publique.fr/notices/056003649.html> (consulté le 22 janvier 2016).

Causse, E., & Falkner, G. (2009). Les « mondes de conformité » : typologie des Etats membres dans leur rapport au droit communautaire. *Les cahiers Européens*, 02, 1-17.

Centre for European Policy Studies (2003). *The Challenge of the 13th Takeover Directive in the EU*. <https://www.ceps.eu/content/challenge-13th-takeover-directive-eu> (consulté le 31 mars 2016).

Central Intelligence Agency (n.a.). *The World Factbook*. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2100.html> (consulté le 25 mai 2015).

Claessens, S., & Yurtoglu, B. (2012). *Focus 10 : Corporate governance and development - An update*. Washington : International Finance Corporation.

Cioffi, J.W. (2001). *The Collapse of the European Union Directive on Corporate Takeovers : The EU, National Politics and the Limits of Integration*. <http://www.brie.berkeley.edu/publications/John%20Cioffi's%20paper.pdf> (consulté le 29 mars 2016).

Cleaver, C. (2014). *United Kingdom Takeover Guide*. http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx (consulté le 25 décembre 2015).

Clerc, C., Demarigny, F., et al. (2012). *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*. <https://www.ceps.eu/system/files/Takeover%20Bids%20Directive%20book%20-%20Final.pdf> (consulté le 18 décembre 2015).

Clerc, C., Demarigny, F., et al. (2012). *The takeover bids directive assessment report*. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf (consulté le 3 février 2016).

Commission Européenne (2007). *Commission staff working document : Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 21 février 2007, SEC(2007) 268.

Commission Européenne (2011), *Livre vert : Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, 5 avril 2011, COM(2011) 164 final.

Commission Européenne (2012). *Rapport de la Commission au Parlement Européen, au Conseil, au Comité Economique et Social Européen et au Comité des Régions : Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, 28 juin 2012, COM(2012) 347 final.

Commission Européenne (2012a). *La Procédure de Codécision, ou Procédure Législative Ordinaire*. http://ec.europa.eu/codecision/procedure/index_fr.htm (consulté le 25 mai 2016).

Commission Européenne (2015a). *Eurostat. Population on 1 January by age and sex*. <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (consulté le 16 décembre 2015).

Commission Européenne (2015b). *Eurostat. Business demography by legal form*. <http://ec.europa.eu/eurostat/web/structural-business-statistics/entrepreneurship/business-demography> (consulté le 16 décembre 2015).

Conseil de l'Union Européenne (2002a). *Résultats des travaux du Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition) en date du 8 novembre 2002*, 18 novembre 2002, ST 14339 2002 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2002b). *Résultats des travaux du Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition) en date du 20 novembre 2002*. 3 décembre 2002, ST 15187 2002 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2002c). *Note de la présidence au Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition)*. 6 décembre 2002, ST 15078 2002 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003a). *Résultats des travaux du Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition) en date du 13 décembre 2002*. 10 janvier 2003, ST 5118 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003b). *Note de la présidence au Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition)*. 14 février 2003, ST 6024 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003c). *Note de la délégation française en date du 6 mars 2003 au Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition)*. 6 mars 2003, ST 7130 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003d). *Note de la délégation du Royaume-Uni en date du 6 mars 2003 au Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition)*. 7 mars 2003, ST 7152 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003e). *Note de la délégation française en date du 24 mars 2003 au Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition)*. 25 mars 2003, ST 7807 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003f). *Note de la présidence au Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition)*. 10 avril 2003, ST 6025 2003 REV2.

Conseil de l'Union Européenne (2003g). *Note des délégations danoise, finlandaise et suédoise au Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition)*. 14 avril 2003, ST 8453 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003h). *Note des délégations danoise, finlandaise et suédoise au Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition)*. 14 avril 2003, ST 8452 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003i). *Note de la présidence au Groupe "Droit des sociétés" (Offres publiques d'acquisition)*. 28 avril 2003, ST 6024 2003 REV3.

Conseil de l'Union Européenne (2003j). *Note de la délégation portugaise au Comité des représentants permanents (1ère partie)*. 2 juin 2003, ST 10023 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003k). *Rapport de la présidence au Comité des représentants permanents (1ère partie)*. 23 juin 2003, ST 10603 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003l). *Document de travail de la présidence au Comité des représentants permanents (1ère partie)*. 19 novembre 2003, ST 14532 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003m). *Note du secrétariat général aux délégations*. 28 novembre 2003, ST 15476 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2003n). *Note du secrétariat général au Comité des représentants permanents/Conseil*. 16 décembre 2003, ST 16116 2003 INIT.

Conseil de l'Union Européenne (2004). *Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition*. 21 avril 2004, ST 3607 2004 REV1.

Czech National Bank (2005). *Czech Capital Market Report*. https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/supervision_financial_market/aggregate_information_financial_sector/archive/capital_market/download/Kapitalovy_trh_2005_ENG.pdf (consulté le 25 janvier 2016).

Direction de l'information légale et administrative (2006). *Loi du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition*. <http://www.vie-publique.fr/actualite/panorama/texte-vote/loi-du-31-mars-2006-relative-aux-offres-publiques-acquisition.html> (consulté le 20 janvier 2016).

Djehane, Y. (2014). *France Takeover Guide*. http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx (consulté le 25 décembre 2015).

Dubecka, D., Mikula, O., et al. (2014). *Czech Republic Takeover Guide*. http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx (consulté le 25 décembre 2015).

Ducourtieux, C. (2005). *OPA : la France modifie les règles du jeu*. http://www.lemonde.fr/economie/article/2005/09/21/opa-la-france-modifie-les-regles-du-jeu_691224_3234.html (consulté le 20 janvier 2016).

Fréchette-Kerbrat, A. (2006). *OPA : les BSA, nouvelle mesure de défense*. http://www.lesechos.fr/30/03/2006/LesEchos/19637-058-ECH_opa---les-bsa--nouvelle-mesure-de-defense.htm (consulté le 25 mai 2016).

Freshfields Bruckhaus Deringer (2005). *Takeover Directive : Implementation in France*. <http://www.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/France%20-%20implementation%20of%20the%20EU%20Takeover%20Directive.pdf> (consulté le 20 janvier 2016).

Freshfields Bruckhaus Deringer (2006). *Public Takeovers in Europe*. <http://www.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/Public%20takeovers%20in%20Europe.pdf> (consulté le 23 février 2016).

Goergen, M., Martynova, M. et Renneboog, L. (2005). Corporate Governance Convergence : Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 243-268.

Hertig, G. et McCahery, J. A. (2003). Company and Takeover Law Reforms in Europe : Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition ? *European Business Organisation Law Review*, 4, 179-211.

International Finance Corporation. (2008). *The EU approach to corporate governance*. http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/f515ff804af4fc7da869b9b94e6f4d75/IFC_EUApproach_Final.pdf?MOD=AJPERES (consulté le 26 octobre 2015).

InvestingAnswers.com (2016). *Poison Pill*. <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/businesses-corporations/poison-pill-1459> (consulté le 25 mai 2016).

Investopedia LLC (2016). *Dual Class Stock*. <http://www.investopedia.com/terms/d/dualclassstock.asp> (consulté le 15 avril 2016).

Jones, C. (2008). United Kingdom. In Van Gerven, D. (Ed.), *Common legal framework for takeover bids in Europe : Volume I* (pp. 414-434). Cambridge : Cambridge University Press.

Kasik, P. et Pihera, V. (2008). Czech Republic. In Van Gerven, D. (Ed.), *Common legal framework for takeover bids in Europe : Volume I* (pp. 126-144). Cambridge : Cambridge University Press.

Kotlarik, M. (2008). Takeover bids directive : Board neutrality, Breakthrough, Squeeze-out and Sell-out, *Common Law Review*, 09, 28-30.

Larousse (2016). *Dictionnaires de français*. http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/mutatis_mutandis/53441 (consulté le 8 mars 2016).

Les Echos (2016). *Lexique financier : Marché réglementé*. http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_marche-reglemente.html (consulté le 27 février 2016).

Les Echos (2016a). *Lexique financier : Actifs stratégiques*. http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_actifs-strategiques.html (consulté le 25 mai 2016).

Les Echos (2016b). *Lexique financier : Actifs stratégiques : Golden share*. http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_golden-share.html (consulté le 25 mai 2016).

Link, S., & Goj, P. (2014). Overview of corporate governance regulation on the EU level and current developments. In Arroyo, B., & Bridge, G. (Eds.), *The International Comparative Legal Guide to : Corporate Governance 2014* (pp. 9-17). London : Global Legal Group Ltd.

Martin, D. G., Tézénas du Montcel, A. et Baird-Smith, M. (2008). France. In Van Gerven, D. (Ed.), *Common legal framework for takeover bids in Europe : Volume II* (pp. 94-124). Cambridge : Cambridge University Press.

Menjah, K. (2013). Agency Theory. In Idowu, S.O., et al. (Eds.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility* (pp. 64-69). Berlin : Springer.

Mortimer, T. (2009). Corporate governance in Poland. *Corporate Ownership & Control*, 7(2), 382-389.

Nemek, J., & Pesek, T. (2010). Czech Republic. In Practical Law UK (Ed.), *Cross Border Mergers and Acquisitions Handbook* (pp. 103-113). London : Practical Law UK.

Nivinger, M. (2014). *Sweden Takeover Guide*. http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx (consulté le 25 décembre 2015).

OCDE (2004). *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*. Paris : OECD Publishing.

OCDE (2013). *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*. Paris : OECD Publishing.

Osborn, A. (2002). *Eu makes final move to make takeover code stick*. <https://www.theguardian.com/business/2002/oct/03/europeanunion> (consulté le 25 mai 2016).

Padgett, C. (2012). *Corporate Governance : Theory and Practice*. Basingstoke : Palgrave Macmillan.

Parlement Européen (2001). *Procedure file - Company law : Takeover bids, protection of shareholders, workers rights to information, 13th directive. 1995/0341(COD)*. [http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=1995/0341\(COD\)&l=en](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=1995/0341(COD)&l=en) (consulte le 29 mars 2016).

Parlement Européen (2016). *Pouvoir législatif : Procédure Législative Ordinaire*. <http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/fr/20150201PVL00004/Pouvoir-législatif> (consulté le 25 mai 2016).

Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne. (2004). Directive 2004/25/CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.C.E. L.142*, 30 avril 2004, pp. 12-23.

Pietrancosta, A. (2006). Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 Relative aux Offres Publiques d'Acquisition : des « Options » Françaises. *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 1, 5-26.

Pravda, M. (2008). Takeovers in the Czech Republic. In Wolf Theiss (Ed.), *The Wolf Theiss Guide To : Takeovers of Public Companies in Central & South-eastern Europe* (pp. 85-96). Prague : Wolf Theiss.

Ricard, P. (2006). *La France réforme sa loi sur les OPA dans une Europe sans stratégie*. http://www.lemonde.fr/europe/article/2006/03/17/la-france-reforme-sa-loi-sur-les-opa-dans-une-europe-sans-strategie_751763_3214.html (consulté le 20 janvier 2016).

Roschier Attorneys Ltd (2009). *Implementation of the Takeover Directive in Sweden*. <http://lexuniversal.com/en/articles/1434> (consulté le 12 mai 2016).

Rouleau, L. (2007). *Théories des organisations : approches classiques, contemporaines et de l'avant-garde*. Québec : Presses de l'Université du Québec.

Rydberger, M. et Nostell, N. (2008). Sweden. In Van Gerven, D. (Ed.), *Common legal framework for takeover bids in Europe : Volume II* (pp. 223-244). Cambridge : Cambridge University Press.

Skog, R. (2009). The European Union's Proposed Takeover Directive, the « Breakthrough » Rule and the Swedish System Of Dual Class Common Stock. *Scandinavian Studies in Law*, 45, 293-306.

Slaughter and May (2015). *A Guide to Takeovers in the United Kingdom*. <https://www.slaughterandmay.com/media/39320/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.pdf> (consulté le 6 janvier 2016).

Solomon, J. (2010). *Corporate Governance and accountability*. Chichester : Wiley.

Storek, L., et Vozehova, L. (2008). *Czech Republic : Act On Takeover Bids*. <http://www.mondaq.com/x/65830/charges+mortgages+indemnities/Act+On+Takeover+Bids> (consulté le 3 mai 2016).

The Economist (2001). *Takeovers in Europe : Sugaring the pill*. <http://www.economist.com/node/651412> (consulté le 15 avril 2016).

The Economist (2003). *Takeovers in Europe : Lowest common denominator*. <http://www.economist.com/node/2251820> (consulté le 15 avril 2016).

The Economist (2003a). *European Takeovers : Reform's last gap*. <http://www.economist.com/node/1801146> (consulté le 16 avril 2016).

Thomson Reuters (2014). *Europe M&A Regional Report 2014*. http://www.vardis.com/media/74157/88914120-24e5-4ef4-ac22-9a589afce6e4-_merrill_regional_report_-_emea_2014.pdf (consulté le 16 décembre 2015).

Ungerechts, R. (2014). *The role of the European Union in corporate governance for European business*. <http://www.consulegis.com/wp-content/uploads/2014/10/The-Role-of-the-European-Union-in-Corporate-Governance-for-European-Business.pdf> (consulté le 15 octobre 2015).

Union Européenne (2012). *Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne (version consolidée)*, *J.O.C.E. C.326*, 26 octobre 2012, pp. 47-390.

Union Européenne (2012a). *Traité sur l'Union Européenne (version consolidée)*, *J.O.C.E. C. 326*, 26 octobre 2012, pp. 13-45.

Union Européenne (2015). *Le principe de subsidiarité*. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=URISERV%3Aai0017> (consulté le 25 mai 2016).

Union Européenne (2016). *Proportionnalité (principe de)*. <http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/proportionality.html> (consulté le 25 mai 2016).

Van Gerven, D. (2008). Rules of Community law applicable to takeover bids. In Van Gerven, D. (Ed.), *Common legal framework for takeover bids in Europe : Volume I* (pp. 3-41). Cambridge : Cambridge University Press.

Wylie, J., et al. (2013). Agency and Corporate Governance. In Idowu, S.O., et al. (Eds.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility* (pp. 55-63). Berlin : Springer.

Wymeersch, E. (2008). The Takeover Bid Directive, light and darkness. *Financial Law Institute Working Paper, 01*, 1-17.

Yeoh, P. (2007). Corporate governance models : Is there a right one for transition economies in Central and Eastern Europe ? *Managerial Law*, 49(3), 57-75.

Zumbansen, P. (2004). European Corporate Law and National Divergences : The Case of Takeover Regulation. *Washington University Global Studies Law Review*, 3(3), 867-886.