

# **CONTRIBUTION À L'ÉTUDE DES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION EN DROITS FRANÇAIS ET AMÉRICAIN**

**DE L'ATTRIBUTION DU POUVOIR DE DÉCISION  
AU RÉGARD DE L'ANALYSE ÉCONOMIQUE DU DROIT**

**Thèse pour le Doctorat en Droit**  
(Arrêté du 7 août 2006)

Présentée et soutenue publiquement

Le 5 décembre 2007 par

**Martine KLOEPFER PELÈSE**

**Volume I**

Directeur de thèse : **Madame Horatia MUIR WATT**  
Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne (Paris I)

Membres du jury : **Monsieur Jean-Jacques DAIGRE**  
Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne (Paris I)

**Monsieur Paul DAVIES**  
Professeur à la London School of Economics

**Monsieur Bruno DEFFAINS**  
Professeur à l'Université Nancy II

**Madame Marie-Anne FRISON-ROCHE**  
Professeur à l'Institut d'Études Politiques de Paris

**Monsieur Alain PIETRANCOSTA**  
Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne (Paris I)

# SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION</b> .....	1
<b>TITRE PRELIMINAIRE : ANALYSE ÉCONOMIQUE DU DROIT ET OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION : CADRE THÉORIQUE</b> .....	37
Chapitre I : Outils d'analyse issus de la théorie financière moderne.....	39
Section I : Détermination de la valeur d'une société et utilité du modèle d'évaluation des actifs financiers.....	45
Section II : Théorie d'efficience des marchés.....	67
Chapitre II : Efficience et offres publiques d'acquisition.....	99
Section I : Notion d'efficience.....	101
Section II : Accueil de la position défendue par les tenants de l'analyse économique. du droit.....	153
<b>PREMIERE PARTIE : ATTRIBUTION DU POUVOIR DE DÉCISION AU REGARD DES FONDEMENTS THÉORIQUES DE LA SOCIÉTÉ</b> .....	205
<b>TITRE I : ATTRIBUTION DU POUVOIR DE DÉCISION AU PROFIT DES DIRIGEANTS</b> .....	211
Chapitre I : Fondements théoriques sous-jacents.....	213
Section I : Nature institutionnelle de la société.....	215
Section II : Conception extensive de l'intérêt social.....	239
Chapitre II : Portée des fondements théoriques sous-jacents.....	257
Section I : Portée de la théorie institutionnelle.....	259
Section II : Portée de la conception extensive de l'intérêt social.....	313
Conclusion du titre I.....	351
<b>TITRE II : ATTRIBUTION DU POUVOIR DE DÉCISION AU PROFIT DES ACTIONNAIRES</b> .....	353
Chapitre I : Fondements théoriques sous-jacents.....	355
Section I : Nature contractuelle de la société.....	357
Section II : Conception restrictive de l'intérêt social.....	427
Chapitre II : Portée des fondements théoriques sous-jacents.....	463
Section I : Portée de la théorie contractuelle.....	465
Section II : Portée de la conception restrictive de l'intérêt social.....	511

Conclusion du titre II.....	579
Conclusion de la première partie.....	581
<b>SECONDE PARTIE : ATTRIBUTION DU POUVOIR DE DÉCISION AU REGARD DE LA MISE EN ŒUVRE DES DÉFENSES ANTI-OPA.....</b>	<b>583</b>
<b>TITRE I : DIVERSITÉ DES DÉFENSES ANTI-OPA.....</b>	<b>591</b>
Chapitre I : Défenses issues des lois étatiques anti-OPA.....	593
Section I : Défenses issues de la première génération de lois étatiques anti-OPA.....	595
Section II : Défenses issues de la deuxième génération de lois étatiques anti-OPA.....	601
Section III : Défenses issues de la troisième génération de lois étatiques anti-OPA.....	615
Chapitre II : Défenses non-incorporées dans une loi étatique anti-OPA.....	645
Section I : Défenses relevant de la compétence des actionnaires.....	647
Section II : Défenses relevant de la compétence des dirigeants.....	657
Section III : Essai de définition d'une défense efficace.....	669
Conclusion du titre I.....	677
<b>TITRE II : VALIDITÉ DES DÉFENSES ANTI-OPA.....</b>	<b>679</b>
Chapitre I : Définition des critères de validité.....	681
Section I : Critères de validité retenus par le droit positif américain.....	683
Section II : Critères de validité retenus par le droit positif français.....	725
Chapitre II : Mise en œuvre des critères de validité.....	767
Section I : Mise en œuvre des critères de validité en droit positif américain.....	769
Section II : Mise en œuvre des critères de validité en droit positif français.....	851
Conclusion du titre II.....	863
Conclusion de la seconde partie.....	865
<b>CONCLUSION GÉNÉRALE.....</b>	<b>867</b>
Index alphabétique.....	869
Table des matières.....	873

## CONCLUSION GÉNÉRALE

1277. La confrontation des conclusions qui procèdent de l'étude, en droits français et américain, de l'attribution du pouvoir de décision en matière d'offres publiques d'acquisition tant au regard de la mise en œuvre des défenses anti-OPA que des fondements théoriques du droit des sociétés, offre un résultat doublement paradoxal.
1278. En effet, il résulte tout d'abord de l'observation du droit positif français et américain au regard des fondements théoriques sous-jacents à l'attribution du pouvoir de décision, que la réglementation américaine, en adoptant assez nettement une position de principe en faveur de la théorie contractuelle de la nature de la société et d'une approche restrictive de la notion d'intérêt social est, de prime abord, plus disposée que ne l'est le droit français, qui semble à cet égard avoir opté pour la neutralité, à accorder aux destinataires de l'offre le pouvoir de décider pour eux-mêmes de ses mérites. Or, telle n'est pas la conclusion à laquelle l'observation du régime des défenses anti-OPA dans ces deux pays permet d'aboutir. En effet, il ressort, à la fois de l'examen des critères de contrôle retenus par les autorités compétentes américaines et françaises et de leur mise en œuvre, que le droit français, en ayant à l'inverse du droit américain, consacré le principe de souveraineté des actionnaires réunis en cours d'offre en assemblée générale, a d'emblée adopté une posture limitant le recours aux défenses anti-OPA. En effet, dans la mesure où les actionnaires, cherchent plus fréquemment à maximiser leur intérêt à court terme, ils ne sont généralement pas opposés à céder leurs titres à l'offrant en contrepartie de la prime souvent substantielle qu'il leur propose et dès lors tendent à s'opposer au déploiement de mesures visant à faire échouer l'offre. En octroyant par principe aux actionnaires le pouvoir de décider de l'issue d'une offre publique d'acquisition, conformément à la volonté du législateur communautaire, le droit français favorise, en conséquence, le développement du marché des prises de contrôle.
1279. Il est dès lors quelque peu surprenant de constater qu'en dépit d'un cadre théorique favorable à l'attribution du pouvoir de décision au profit des actionnaires, le droit américain, au travers des réglementations étatiques, mais également de la position adoptée par la jurisprudence, autorise largement le recours aux défenses anti-OPA et confie *de facto* le pouvoir de décision aux dirigeants, ne tendant dès lors pas à favoriser le développement des offres publiques

d'acquisition. Au-delà du fait que l'orientation prise par les réglementations étatiques et la jurisprudence américaine au regard de la mise en œuvre des défenses anti-OPA ne coïncide pas avec les conceptions prédominantes relatives à la nature de la société et à la notion d'intérêt social, ce qui surprend davantage, compte tenu des origines américaines de l'analyse économique du droit et de l'influence de ce courant de pensée dans la doctrine, est le fait qu'un pays de tradition civiliste, tel que la France, a priori réticent à l'importation dans son droit d'éléments de nature économique, centrés sur les besoins du marché, soit finalement plus proche des conceptions défendues par les tenants de l'analyse économique du droit en matière d'offres publiques d'acquisition que ne le sont les Etats-Unis. Sans doute faudrait-il alors, afin d'inverser la tendance, que les instances fédérales américaines et plus particulièrement le Congrès et la SEC, se saisissent à nouveau de la matière, ainsi qu'ils l'avaient fait en 1968 lors de l'adoption du *Williams Act* afin, à minima, de rétablir la neutralité des dispositions applicables à ces opérations ou, au mieux, d'engager des réformes plus profondes visant à en assurer le développement.

1280. L'étude entreprise a ainsi permis, non seulement de souligner les différences d'approche pouvant exister entre le droit français et le droit américain au regard de l'attribution du pouvoir de décision en matière d'offres publiques d'acquisition, mais également de constater la proximité plus grande du droit positif français, par comparaison avec le droit positif américain, avec la thèse défendue en la matière par les tenants de l'analyse économique du droit, même s'il n'en épouse pas l'ensemble des prémisses. Par ailleurs, afin d'affiner l'analyse et déterminer si les réglementations françaises et américaines, au-delà de la question de l'attribution du pouvoir de décider de l'issue d'une offre publique d'acquisition, sont de nature à favoriser le développement des offres publiques d'acquisition, ces recherches pourront être utilement complétées par l'évaluation, à l'aune des arguments développés par les tenants de l'analyse économique du droit et des critiques formulées à leur encontre, du régime applicable à ces opérations en France et aux Etats-Unis.