



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 28.6.2012
COM(2012) 347 final

**RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL,
AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ DES
RÉGIONS**

Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ DES RÉGIONS

Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

1. INTRODUCTION

1. Le présent rapport examine l'application de la directive 2004/25/CE¹ concernant les offres publiques d'acquisition (ci-après la «directive sur les offres publiques d'acquisition» ou la «directive»), conformément à l'article 20 de ladite directive.
2. La directive sur les offres publiques d'acquisition contient des orientations minimales pour la conduite des offres publiques d'acquisition, notamment en ce qui concerne leur divulgation, lorsque des sociétés régies par la législation des États membres possèdent un droit de vote associé aux titres qu'elles possèdent et que ces actions, en totalité ou en partie, sont admises à la négociation sur un marché réglementé.
3. Les objectifs poursuivis par la directive sur les offres publiques d'acquisition sont cruciaux pour les marchés financiers et les personnes ayant un intérêt dans les sociétés cotées. Plus spécifiquement, les objectifs de la directive sont les suivants:
 - assurer la sécurité juridique lors de la conduite des offres publiques d'acquisition et la clarté et la transparence à l'échelle européenne en ce qui concerne les offres publiques d'acquisition;
 - protéger les intérêts des actionnaires, notamment des actionnaires minoritaires, du personnel et des autres parties prenantes par la transparence et les droits d'information, lorsqu'une société fait l'objet d'une offre publique d'acquisition ou d'un changement de contrôle;
 - faciliter les offres publiques d'acquisition par le renforcement de la liberté de négociation des titres des sociétés et de la liberté d'exercice du droit de vote sur ces derniers et par la prévention des opérations susceptibles de faire échouer une offre;
 - renforcer le marché unique, en permettant la libre circulation des capitaux dans l'ensemble de l'UE.

¹ Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, JO L 142 du 30.3.2004, p. 38. Disponible sur:
http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_fr.htm

4. La directive sur les offres publiques d'acquisition se fonde sur des principes généraux² qui doivent être respectés par les États membres aux fins de la transposition de la directive. Ces principes sont:
- l'égalité de traitement des actionnaires;
 - la protection des actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle;
 - l'interdiction des manipulations et des abus de marché et
 - la mise à disposition des actionnaires d'un délai et d'informations suffisants pour prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause.

Toute dérogation, décidée par les États membres, aux règles de la directive doit rester conforme à ces principes, ainsi qu'aux autres principes qui y sont énoncés.

5. Le présent rapport décrit l'incidence de la directive sur les offres publiques d'acquisition et la manière dont elle est respectée (chapitre 2). Il recense les principaux problèmes résultant de son application (chapitre 3) et tire des conclusions (chapitre 4).

2. INCIDENCE DE LA DIRECTIVE SUR LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION ET RESPECT DE SES DISPOSITIONS

6. L'étude externe sur l'application de la directive sur les offres publiques d'acquisition menée pour le compte de la Commission (ci-après l'«étude externe»)³ conclut que la directive sur les offres publiques d'acquisition n'a pas entraîné de changements majeurs dans le cadre juridique des États membres couverts par l'étude⁴ parce que des règles similaires y existaient déjà ou étaient déjà en préparation à l'échelle nationale avant l'adoption de la directive.
7. En ce qui concerne la transposition des dispositions facultatives de la directive, l'étude externe, le rapport de 2007 des services de la Commission sur la mise en œuvre de la directive⁵ et d'autres recherches effectuées par la Commission révèlent que 19 États membres⁶ ont transposé la règle de neutralité de l'organe d'administration ou de direction⁷, alors que trois États membres⁸ seulement ont

² Voir l'article 3 de la directive.

³ Marccus Partners, en collaboration avec le Centre for European Policy Studies (juin 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (étude sur l'application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition). Disponible en anglais sur: http://ec.europa.eu/internal_market/company/epc/index_en.htm

⁴ L'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, Chypre, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la Slovaquie, la République tchèque, la Roumanie, le Royaume-Uni et la Suède.

⁵ Document de travail des services de la Commission: rapport sur la mise en œuvre de la directive sur les offres publiques d'acquisition, 21 février 2007, SEC (2007) 268 (en anglais).

⁶ L'Autriche, la Bulgarie, Chypre, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, le Portugal, la République tchèque, la Roumanie, la Slovénie, la Slovaquie et le Royaume-Uni.

⁷ La règle de la neutralité de l'organe d'administration ou de direction (article 9 de la directive) prévoit que, pendant la période d'offre, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit obtenir

transposé la règle de neutralisation des restrictions⁹. Conformément à l'article 12, paragraphe 3, de la directive, environ la moitié des États membres¹⁰ autorisent les sociétés qui sont soumises à la règle de la neutralité de l'organe d'administration ou de direction et/ou à la règle de neutralisation des restrictions (légalement ou sur la base des statuts de la société) à ne pas appliquer la règle lorsqu'elles sont confrontées à une offre publique d'acquisition d'un offrant qui n'est pas soumis à la même règle (réciprocité).

8. Concernant l'application du cadre juridique dans les États membres, aucun problème structurel de conformité n'a été soulevé.
9. Selon l'étude externe, la directive sur les offres publiques d'acquisition a permis des améliorations dans les domaines concernés par ses objectifs, par exemple en introduisant des règles de coordination pour les autorités de contrôle en ce qui concerne les offres transfrontières, les principes généraux, les règles de publicité, la règle de l'offre obligatoire et le retrait et le rachat obligatoires.
10. Les parties prenantes qui ont participé à l'enquête préparatoire de l'étude externe estiment que la directive sur les offres publiques d'acquisition est utile pour le bon fonctionnement du marché. Elles sont, pour l'essentiel, satisfaites de la clarté des règles énoncées dans la directive et de l'adéquation de leur mise en application. D'une manière générale, elles estiment que la directive a renforcé la position des actionnaires minoritaires et ont un avis favorable sur le régime d'information, la règle de l'offre obligatoire et le retrait et le rachat obligatoires prévus dans la directive. Les représentants du personnel, consultés lors de l'enquête, sont cependant moins satisfaits de la directive. En particulier, ils estiment que la directive ne protège pas suffisamment le personnel contre les risques de changements dans les conditions de travail ou les licenciements après l'acquisition.
11. Les parties prenantes semblent estimer que les dispositions facultatives de la directive réglementant le recours à des mesures de défense ont eu peu d'effets. Par exemple, l'étude externe révèle que les parties prenantes considèrent que la directive n'a pas eu d'effet significatif sur le nombre d'offres et qu'en dépit de l'existence de la directive, un nombre élevé de mesures de défense sont prises en Europe, la plupart avant l'offre. Toutefois, elles sont également d'avis qu'il y a suffisamment de possibilités de surmonter les mesures de défense, alors même que la plupart des États membres n'ont pas transposé la règle de neutralisation des restrictions.
12. Il est difficile de mesurer l'incidence qu'a eue la directive sur l'économie, principalement parce qu'il y a eu peu d'offres publiques d'acquisition dans l'UE depuis la transposition de la directive¹¹, en raison de la situation économique dans

une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre.

⁸ Estonie, Lettonie et Lituanie.

⁹ La règle de neutralisation des restrictions (article 11 de la directive) neutralise les défenses précédant l'offre en rendant certaines restrictions (par ex. restrictions sur le transfert d'actions ou restrictions de vote) inutilisables au cours de la période d'acquisition, et permet à un offrant retenu de supprimer l'organe d'administration ou de direction en exercice de la société visée et de modifier ses statuts.

¹⁰ L'Allemagne, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal et la Slovénie.

¹¹ Excepté en 2007 où il y a eu un pic d'acquisitions, voir la figure 2 de l'annexe.

l'UE à la suite de la crise financière¹². En outre, le fait que la directive prévoit une harmonisation a minima et que les articles relatifs aux mesures de défense ont un caractère facultatif, sans compter les possibilités de dérogation aux règles de la directive que l'article 4, paragraphe 5, offre aux États membres, a abouti à l'existence d'un large éventail de règles nationales dans le domaine des offres publiques d'acquisition.

Plus généralement, l'analyse économique¹³ indique que, bien que les offres publiques d'acquisition favorisent l'efficacité économique en théorie, ce n'est pas toujours le cas dans la pratique parce que les conditions d'un comportement rationnel, d'acteurs du marché pleinement informés et d'absence de coûts de transaction ne sont pas toujours réunies (par exemple, les offres publiques d'acquisition peuvent être motivées par la volonté de construire des empires, ou les actionnaires peuvent être confrontés à des informations incomplètes, à des coûts de transaction élevés et à des pressions qui les poussent à vendre). De plus, certaines dispositions de la directive, par exemple la règle de neutralité de l'organe d'administration ou de direction, la règle de neutralisation des restrictions et le retrait obligatoire, facilitent le lancement des offres publiques d'acquisition alors que d'autres, comme l'offre obligatoire, peuvent être dissuasives¹⁴.

13. Si on compare l'UE à des pays tiers¹⁵, on constate que leur législation en matière d'offres publiques d'acquisition est fondée sur des principes semblables à ceux de la directive sur les offres publiques d'acquisition. Le principe de protection des salariés au moyen de droits d'information constitue une exception car il n'existe généralement pas dans les pays tiers étudiés. La durée de l'offre publique d'acquisition et les informations à fournir sont également similaires dans l'UE et dans les pays tiers. La plupart des pays tiers étudiés, à l'exception des États-Unis, disposent d'une règle de l'offre obligatoire ou d'une règle analogue dans leur législation prévoyant en général un seuil de contrôle de l'ordre de 30 % ou d'un tiers, un chiffre qui est, lui aussi, similaire à celui de l'UE (la directive permet aux États membres de définir leur seuil de contrôle, mais la plupart des États membres l'ont fixé à 30 % ou à un tiers). En ce qui concerne les mesures de défense, la comparaison montre qu'elles sont utilisées dans tous les pays tiers étudiés et que la plupart de ces pays (à l'exception des États-Unis) ont un équivalent à la règle de la neutralité de l'organe d'administration ou de direction. Toutefois, il n'existe d'équivalent à la règle de neutralisation des restrictions dans la législation d'aucun des pays tiers étudiés. Concernant les droits de retrait et de rachat obligatoires, un nombre restreint de pays tiers étudiés n'ont pas de règles en la matière. Néanmoins, ils disposent d'autres mécanismes qui ont des effets similaires (par exemple, les actions sujettes à appel au Japon, les acquisitions obligatoires en Australie et les fusions avec dédommagement des actionnaires en Suisse). Certains pays tiers permettent également d'obtenir la pleine propriété d'une société en ayant recours à des mécanismes d'accord.
14. L'article 20 de la directive prévoit que la Commission, lors de son analyse de la directive, passe en revue les structures de contrôle et les obstacles aux offres

¹² Voir les figures 1 et 2 de l'annexe du présent rapport.

¹³ Voir le chapitre 4 de l'étude externe.

¹⁴ Voir la figure 3 de l'annexe du présent rapport.

¹⁵ L'étude externe prend en compte les pays tiers suivants: l'Australie, le Canada, la Chine, les États-Unis, Hong Kong, l'Inde, le Japon, la Russie et la Suisse.

publiques d'acquisition qui ne sont pas couverts par la directive. L'étude externe a examiné les structures pyramidales¹⁶ et l'actionnariat croisé, qui ne sont pas couverts par la directive. Elle constate que 18,1 % des sociétés cotées dans les États membres étudiés ont une structure pyramidale et que 3,5 % ont un actionnariat croisé¹⁷. Ces données sont cohérentes avec le fait que les structures continentales d'actionnariat de l'UE sont, dans une large mesure, fondées sur la détention de blocs d'actions («block holding»). L'étude conclut que, bien que les structures pyramidales restent un mécanisme couramment employé pour conserver le contrôle d'une société en disposant de moins de capital, aucun de ces deux mécanismes ne constitue une défense solide contre les acquisitions. L'étude externe estime également que les autres obstacles aux acquisitions, tels que les réglementations sectorielles, les participations publiques, les procédures de cogestion et l'actionnariat des salariés, ne créent pas d'entraves majeures ou injustifiées¹⁸.

3. EXAMEN DE L'APPLICATION DE LA DIRECTIVE: PROBLEMES CONSTATES

15. Un certain nombre de problèmes ont été mis au jour lors de l'examen de l'application de la directive sur les offres publiques d'acquisition.
16. Premièrement, la sécurité juridique de la notion de «personnes agissant de concert» et sa mise en œuvre par les autorités nationales de réglementation se sont avérées problématiques. La notion de «personnes agissant de concert» est déterminante pour calculer si le seuil de contrôle a été franchi et, en conséquence, s'il faut lancer une offre obligatoire. L'article 2, paragraphe 1, point d), de la directive sur les offres publiques d'acquisition définit les «personnes agissant de concert» comme suit:

«les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre».

Les États membres ont transposé la définition de différentes manières. Ainsi, certains d'entre eux¹⁹ sont restés proches de la définition de la directive alors que d'autres²⁰ y ont inséré des éléments de la définition des «personnes agissant de concert» de la directive sur la transparence²¹. Cette notion figure également dans la directive sur les

¹⁶ Les structures pyramidales sont des structures où une entité détient une participation de contrôle dans une société, qui détient une participation de contrôle dans une autre société, qui détient une participation de contrôle dans une autre société, et ainsi de suite.

¹⁷ Voir la figure 4 de l'annexe du présent rapport.

¹⁸ Voir pages 48 et 267 de l'étude externe.

¹⁹ Par exemple, l'Autriche, Chypre, le Danemark, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, la République slovaque et Royaume-Uni.

²⁰ Par exemple, l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, la Pologne, le Portugal, la Roumanie et la Suède.

²¹ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé. L'article 10, point a), de la directive définit «agissant de concert» comme suit: «un tiers avec qui cette personne ou cette entité a conclu un accord qui les oblige à adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable en ce qui concerne la gestion de la société en question».

acquisitions,²² mais la définition plus générale de l'expression, qui figure dans les orientations de niveau 3 de cette directive²³ n'est pas utilisée par les autorités de réglementation en rapport avec les offres publiques d'acquisition. Afin de réduire les incertitudes liées à l'application de la notion de «personnes agissant de concert», certaines autorités nationales de réglementation²⁴ ont publié des orientations interprétatives ou des hypothèses. Toutefois, le contenu de ces orientations n'est pas toujours le même. L'existence de définitions et d'interprétations différentes selon les pays constitue une source d'insécurité pour les investisseurs internationaux qui souhaitent collaborer les uns avec les autres et pourrait les rendre moins disposés à s'impliquer activement auprès des entreprises dont ils sont actionnaires. Les répondants au Livre vert de la Commission sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE²⁵ ont exprimé un avis analogue et estimé qu'il y a lieu de clarifier les dispositions existantes en matière d'«action de concert»²⁶.

17. Deuxièmement, le large éventail de dérogations nationales à la règle de l'offre obligatoire soulève la question de savoir si cette règle protège de manière adéquate les actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle. L'article 4, paragraphe 5, de la directive autorise les États membres à déroger à ses règles en disposant que:

«Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, paragraphe 1, les États membres peuvent prévoir dans les règles qu'ils adoptent ou introduisent en application de la présente directive des dérogations auxdites règles:

- i) en introduisant de telles dérogations dans leurs règles nationales, afin de tenir compte de circonstances déterminées au niveau national, et/ou
- ii) en autorisant leurs autorités de contrôle, dans leur domaine de compétence, à déroger à ces règles nationales, pour tenir compte des circonstances visées au point i) ou dans d'autres circonstances particulières, une décision motivée étant exigée dans ce dernier cas».

Tous les États membres couverts par l'étude externe ont prévu des dérogations à la règle de l'offre obligatoire. Les dérogations peuvent être classées en plusieurs catégories²⁷:

²² Directive 2007/44/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les règles de procédure et les critères d'évaluation applicables à l'évaluation prudentielle des acquisitions et des augmentations de participation dans des entités du secteur financier.

²³ Les orientations de niveau 3 de la directive sur les acquisitions estiment que des personnes agissent de concert lorsque: «chacune d'entre elles décide d'exercer ses droits liés aux actions qu'il acquiert conformément à un accord explicite ou implicite entre elles».

²⁴ Par exemple, en Italie et au Royaume-Uni.

²⁵ Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 4 avril 2011, COM (2011) 164 final. Disponible en anglais sur: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_fr.pdf#page=2

²⁶ Voir la synthèse des réponses au Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, Disponible en anglais sur: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf

²⁷ Pour un tableau des différentes dérogations à la règle de l'offre obligatoire et des États membres où elles s'appliquent, voir p. 152 de l'étude externe. Le présent rapport résume les dérogations les plus fréquentes et les organise en catégories.

- le pouvoir discrétionnaire d'accorder une dérogation, donné à l'autorité nationale de contrôle. Seuls quelques États membres²⁸ y ont eu recours;
- les procédures d'avalisation de la dérogation («whitewash») qui permettent aux actionnaires de décider de renoncer à l'obligation de lancer une offre obligatoire;
- les dérogations techniques, telles qu'une dérogation pour des organismes de placement collectif de type ouvert (qui ne relèvent pas du champ d'application de la directive), qui ne limitent pas le champ d'application de la règle de l'offre obligatoire, comme prévu par la directive;
- les situations dans lesquelles il n'y a pas de véritable changement de contrôle, par exemple lorsque le changement de contrôle est temporaire ou que l'acquisition a eu lieu au sein du même groupe d'entreprises ou groupe «agissant de concert». Ces dérogations ne portent pas atteinte à l'objectif de la directive de protéger les actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle;
- la protection des intérêts de l'offrant ou de l'actionnaire de contrôle, par exemple lorsque le changement de contrôle n'est pas dû à un acte volontaire ou a lieu à la suite d'une circonstance personnelle, telle qu'un héritage, ou encore lorsque l'acquisition est indirecte;
- la protection des intérêts du créancier, par exemple dans des cas où l'acquisition est la conséquence de l'exercice d'une garantie financière par le créancier;
- la protection des intérêts des autres parties prenantes, par exemple lorsqu'un investisseur est en difficulté financière, lorsque le contrôle est acquis au moyen d'une transaction financière particulière, telle qu'une fusion ou un mécanisme d'accord, ou lorsque le contrôle est acquis à la suite d'une vente de titres par l'État.

La variété des dérogations nationales à la règle de l'offre obligatoire ne laisse pas toujours clairement apparaître comment la protection des actionnaires minoritaires est assurée. En vertu de l'article 4, paragraphe 5, de la directive, les États membres qui prévoient des dérogations aux règles de la directive doivent respecter les principes généraux de la directive. L'un des principes généraux dispose que, si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres doivent être protégés [article 3, point a), de la directive]. La directive ne régit pas la manière dont les États membres veillent au respect des principes généraux de la directive.

18. Troisièmement, l'article 5, paragraphe 2, de la directive sur les offres publiques d'acquisition dispose que l'obligation de lancer une offre n'est plus applicable lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire à tous les détenteurs de titres pour la totalité de leurs participations. Il a été porté à l'attention de la Commission

²⁸

La Finlande, l'Irlande et Royaume-Uni. En Allemagne, la BaFin exerce un pouvoir discrétionnaire limité pour annuler une offre obligatoire, alors qu'en France, la Cour d'appel a confirmé une décision de l'AMF visant à accorder une exemption.

que cette exemption peut être utilisée par les offrants afin d'éviter de devoir lancer une offre obligatoire à un prix équitable. L'avantage pour l'offrant est que la directive ne réglemente pas le prix de l'offre volontaire. La dérogation en cas de contrôle acquis à la suite d'une offre volontaire part du principe que le prix de l'offre a été suffisant pour convaincre une partie importante des actionnaires d'accepter l'offre, sans quoi l'offrant n'aurait pas acquis le contrôle au moyen de cette offre. Toutefois, si l'offrant détient déjà un intérêt très proche du seuil de contrôle, il suffit que quelques actionnaires offrent leurs actions pour que l'offrant franchisse le seuil de contrôle. Par conséquent, même si l'offrant offre un prix très bas, il est susceptible d'acquérir le contrôle, au moyen de l'offre volontaire, et est donc en mesure de faire usage de la dérogation à la règle de l'offre obligatoire. Dans ce cas, les actionnaires minoritaires ne sont pas en mesure de bénéficier de la prime de contrôle. Toutefois, dans un certain nombre d'États membres, cette possibilité n'existe pas parce que la législation nationale dispose que l'offre est soumise à la condition que l'offrant acquiert un pourcentage minimal des actions,²⁹ à défaut de quoi les acquisitions ultérieures entraînent une obligation d'offre³⁰.

Il a également été avancé que les offrants peuvent acquérir une participation de contrôle sans devoir lancer d'offre obligatoire en maintenant leur participation juste en dessous du seuil de contrôle, alors qu'ils sont en mesure de contrôler la société de facto, ou par une position dérivée³¹.

19. Quatrièmement, en ce qui concerne les dispositions facultatives de la directive, on peut conclure que, si la règle de neutralité de l'organe d'administration ou de direction a connu un succès relatif³², on ne peut pas en dire autant de la règle de neutralisation des restrictions, étant donné que seuls trois États membres l'ont transposée. Au moment de l'adoption de la directive, l'idée était que les actionnaires pourraient encourager les sociétés à appliquer volontairement les dispositions facultatives lorsque les États membres décidaient de ne pas les transposer. Toutefois, cela ne semble pas avoir été le cas. On peut donc considérer que la directive n'est pas très efficace quant à la réglementation de l'utilisation des mesures de défense, ce qu'ont confirmé les parties prenantes. Cependant, elles ont également indiqué qu'il existe, malgré le faible taux de transposition de la règle de neutralisation des restrictions, suffisamment de possibilités de contourner les mesures de défense contre les acquisitions (voir paragraphe 11 du présent rapport).
20. Cinquièmement, la directive sur les offres publiques d'acquisition exige que les représentants du personnel de la société visée et l'offrant soient informés de manière détaillée dans le cas d'une offre publique d'acquisition³³. Les renseignements fournis aux représentants du personnel comportent une déclaration des intentions de l'offrant quant à la poursuite de l'activité de la société visée et de la société offrante eu égard à

²⁹ Par exemple, au Royaume-Uni, l'offre est soumise à la condition que l'offrant acquière au moins 50 % des actions.

³⁰ Pour un aperçu des dispositions nationales définissant les conditions dans lesquelles les acquisitions ultérieures entraînent une obligation d'offre obligatoire, voir p. 130 de l'étude externe.

³¹ La proposition de modification de la directive sur la transparence comporte déjà l'obligation d'information concernant les positions de produits dérivés. Voir: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf

³² Voir le paragraphe 7 du présent rapport.

³³ Voir l'article 6, paragraphes 1 et 2, et l'article 8, paragraphe 2, de la directive.

leurs répercussions sur l'emploi et sur les conditions d'emploi³⁴, ainsi qu'une déclaration de l'avis de l'organe d'administration ou de direction de la société visée sur l'offre et ses répercussions probables sur l'emploi³⁵. L'étude externe révèle que les représentants du personnel ne sont pas satisfaits de la manière dont la directive protège les intérêts des salariés. Ceux-ci mentionnent que les informations requises ne sont pas toujours communiquées à temps ou sont inappropriées, et que les offres publiques d'acquisition ont des conséquences majeures sur les conditions de travail et les licenciements. En outre, ils font valoir qu'après l'offre, il n'y a pas de contrôle sur l'offrant et sur le fait qu'il va procéder comme il l'a indiqué dans les informations publiées lors de la procédure d'offre. Cependant, cet aspect n'est pas réglementé par la directive.

4. CONCLUSIONS

21. L'examen de l'application de la directive sur les offres publiques d'acquisition montre, d'une manière générale, que le régime créé par la directive fonctionne de manière satisfaisante. Aucun problème structurel de conformité n'a été mis en évidence en ce qui concerne la mise en œuvre du cadre juridique dans les États membres. Les parties prenantes sont généralement satisfaites de la clarté des dispositions de la directive et de l'adéquation de leur mise en œuvre, et estiment que la directive est utile pour le bon fonctionnement du marché. L'étude externe conclut que la directive sur les offres publiques d'acquisition a permis des améliorations dans les domaines concernés par ses objectifs.
22. Néanmoins, il existe des aspects où les règles de la directive pourraient être clarifiées afin d'améliorer la sécurité juridique pour les parties concernées et l'exercice effectif des droits de l'actionnaire (minoritaire).
23. Premièrement, **la notion de «personnes agissant de concert»** pourrait être clarifiée au niveau de l'UE afin d'offrir une plus grande sécurité juridique aux investisseurs internationaux quant à la manière dont ils peuvent collaborer les uns avec les autres sans être considérés comme «agissant de concert» et courir le risque de devoir lancer une offre obligatoire. Cette clarification pourrait par exemple prendre la forme d'orientations élaborées par la Commission et/ou l'AEMF. Elle rendrait les organes d'administration ou de direction plus responsables de leurs actes à l'égard des actionnaires, et encouragerait les sociétés cotées dans l'UE à adopter des normes de gouvernance d'entreprise de qualité. Cependant, cette clarification ne devrait pas limiter la capacité des autorités compétentes à contraindre les parties agissant de concert qui cherchent à obtenir le contrôle à accepter les conséquences juridiques de leur action concertée. Les initiatives envisageables dans ce domaine iraient dans le sens des objectifs fixés dans le Livre vert de la Commission sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE et dans sa communication «Vers un acte pour le marché unique»³⁶ visant à promouvoir une participation, à plus long terme, dans les entreprises au bénéfice d'une croissance durable du marché européen. La

³⁴ Voir l'article 6, paragraphe 3, point i), de la directive.

³⁵ Voir l'article 9, paragraphe 5, de la directive.

³⁶ Communication intitulée «Vers un acte pour le marché unique», avril 2011, COM(2011) 206 final. Disponible sur: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:FR:PDF>

Commission a l'intention d'annoncer les mesures qu'elle compte prendre dans ce domaine en octobre 2012.

24. Deuxièmement, l'examen montre qu'il existe une grande variété de **dérogations nationales à la règle de l'offre obligatoire** et qu'il n'apparaît pas toujours clairement comment le principe général de la directive, qui prévoit la protection des actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle, est respecté lorsqu'une dérogation nationale s'applique. La Commission envisage à cet égard de mener une enquête approfondie sur la protection des actionnaires minoritaires en cas de dérogation nationale à la règle de l'offre obligatoire. Il est en effet nécessaire de disposer de plus amples informations concernant le champ d'application des dérogations nationales à la règle de l'offre obligatoire, la manière dont les dérogations nationales limitent la protection des actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle et, le cas échéant, les autres mécanismes prévus dans les législations nationales afin de protéger les actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle. Si, à la suite de cette enquête, la protection des actionnaires minoritaires se révèle inadaptée, la Commission prendra les mesures nécessaires (par exemple en recourant à des procédures d'infraction) pour rétablir l'application effective de ce principe général de la directive.
25. Troisièmement, l'examen montre que la dérogation à la règle de l'offre obligatoire prévue dans la directive, pour les situations où le contrôle a été acquis à la suite d'une **offre volontaire portant sur toutes les actions de la société**, a permis à des offrants de contourner la règle de l'offre obligatoire en acquérant une participation proche au seuil de l'offre obligatoire et en lançant ensuite une offre volontaire à bas prix. En conséquence, l'offrant franchit le seuil de l'offre obligatoire sans donner de possibilité équitable aux actionnaires minoritaires de la société de se désengager de la société et de bénéficier de la prime de contrôle. Cette méthode n'est manifestement pas conforme à l'objectif de la directive qui vise à protéger les actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle, bien qu'elle semble conforme à la lettre de la directive³⁷. Des exemples dans les législations nationales, tels que des seuils supplémentaires pour les offres obligatoires³⁸ ou des conditions minimales d'acceptation des offres publiques d'acquisition³⁹, montrent qu'il est possible d'empêcher le recours à cette méthode. La Commission prendra les dispositions adéquates pour décourager son utilisation dans l'UE en engageant par exemple des dialogues bilatéraux avec les États membres concernés ou en adoptant des recommandations de la Commission.
26. Quatrièmement, en ce qui concerne les **articles 9 et 11 de la directive** qui sont facultatifs, l'examen montre que, bien que la règle de la neutralité de l'organe d'administration ou de direction (article 9) soit transposée par un nombre relativement élevé d'États membres, ce n'est pas le cas pour la règle de neutralisation des restrictions (article 11)⁴⁰. Toutefois, l'absence d'application des règles facultatives ne semble pas avoir constitué un obstacle majeur aux offres publiques d'acquisition dans l'UE, compte tenu du fait que les parties intéressées ont indiqué

³⁷ Voir l'article 5, paragraphe 2, de la directive, qui exempte explicitement de la règle de l'offre obligatoire les acquisitions à la suite d'une offre volontaire pour toutes les parts de la société.

³⁸ Voir p. 130 de l'étude externe pour un aperçu des seuils supplémentaires.

³⁹ Voir p. 146 de l'étude externe.

⁴⁰ Voir le paragraphe 7 du présent rapport.

qu'il existe suffisamment de possibilités de contourner les mesures de défense contre les acquisitions. Au vu de ce qui précède et étant donné aussi le manque de données économiques qui justifient un changement, il ne semble donc pas approprié, à ce stade, de proposer que les articles de la directive qui sont facultatifs deviennent obligatoires.

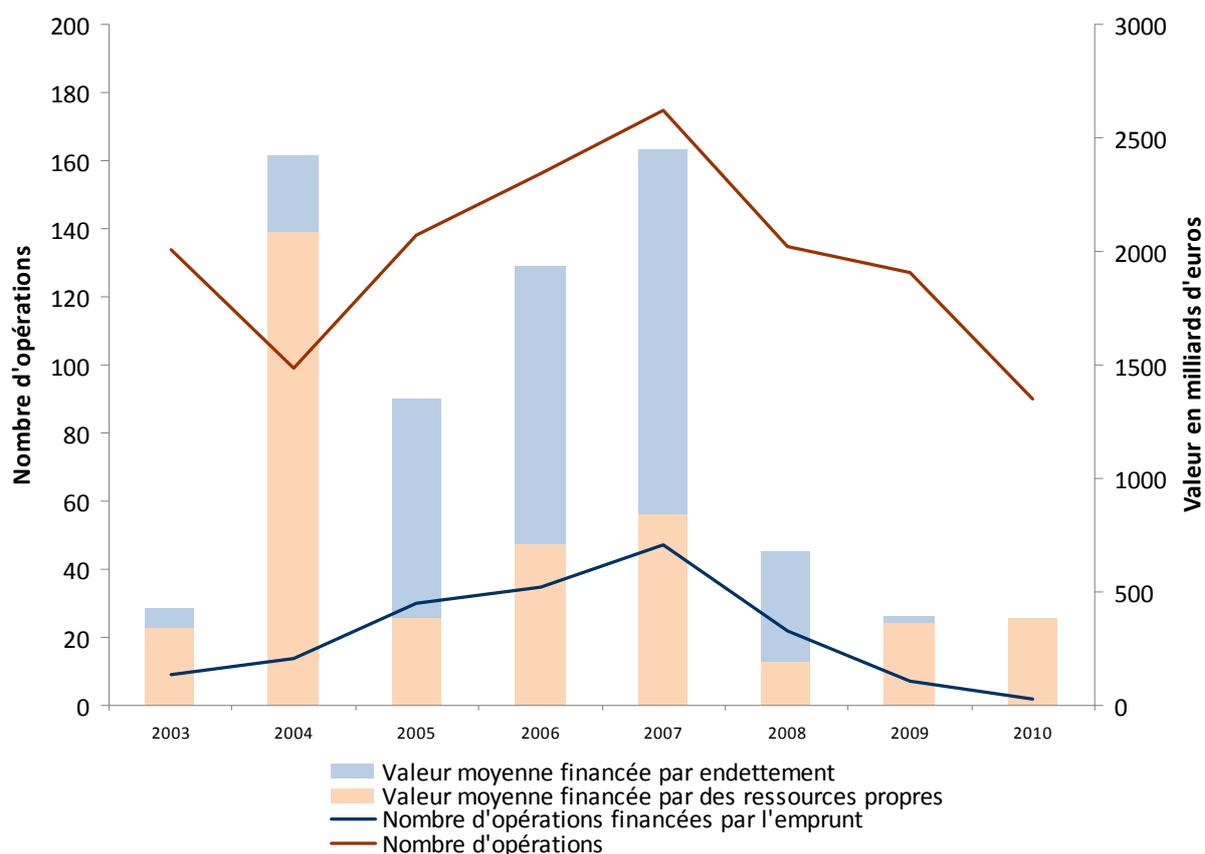
27. Enfin, les représentants du personnel ont indiqué qu'ils ne sont pas satisfaits de la manière dont la directive protège les **droits des salariés** en cas d'acquisition, en particulier en ce qui concerne le risque de changements des conditions de travail et des emplois disponibles. La Commission poursuivra son dialogue avec les représentants du personnel en vue de recenser les possibilités d'améliorations pour l'avenir. Elle mènera également une enquête approfondie sur l'expérience acquise dans la pratique avec les dispositions de la directive qui exigent la divulgation des intentions de l'offrant en ce qui concerne la poursuite de l'activité de la société et ses conditions d'emploi et de l'avis de l'organe d'administration ou de direction de la société visée sur ce point, ainsi que la publication d'informations concernant le financement de l'offre et l'identité de l'offrant⁴¹.
28. Les États membres, le Parlement européen, le Comité économique et social européen et les autres parties intéressées sont invités à soumettre leur point de vue sur les conclusions du présent rapport.

⁴¹ Voir l'article 3, paragraphe 1, point b), l'article 6, paragraphe 3, points i), l) et m), et l'article 9, paragraphe 5, de la directive.

**ANNEXE DU RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU
CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ
DES RÉGIONS**

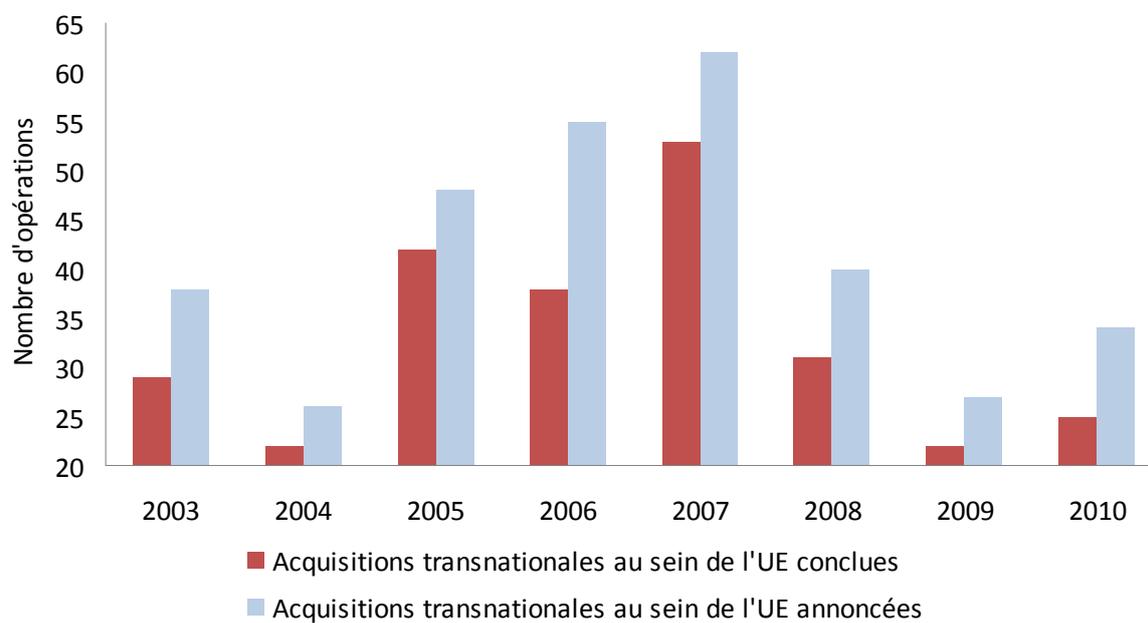
Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition

Figure 1: Évolution des acquisitions en Europe



Source: étude externe, p. 284

Figure 2: Nombre d'opérations conclues au sein de l'UE entre 2003 et 2010



Source: étude externe, p. 285

Figure 3: Incidence de la réglementation sur les acquisitions (\pm relation et degré d'effet)

	Volume des acquisitions		Protection des actionnaires (minoritaires)		Déséquilibre entre actionnariat et contrôle	
	ACTIONNARIAT CONCENTRÉ	ACTIONNARIAT DISPERSÉ	ACTIONNARIAT CONCENTRÉ	ACTIONNARIAT DISPERSÉ	ACTIONNARIAT CONCENTRÉ	ACTIONNARIAT DISPERSÉ
Règle de l'offre obligatoire	-	--	++	+	+	++
Transparence de l'actionnariat	+	++	+	++	-	-
	-	--				
Règle du retrait obligatoire	++	+	-	-	+	+
Règle du rachat obligatoire	--	-	++	+	--	-
Règle de neutralisation des restrictions	++	+	++	+	++	+
Règle de neutralité de l'organe d'administration ou de direction	++	+	+	-	+	++

Source: étude externe, p. 29

Figure 4: Obstacles aux acquisitions qui ne sont pas couverts par la directive sur les offres publiques d'acquisition. Pourcentage de sociétés qui disposent de structures pyramidales ou d'un actionnariat croisé.

Pyramides		
Général	Introduction en bourse récente	Total
18,1 %	27,5 %	20,5 %

Actionnariat croisé		
Général	Introduction en bourse récente	Total
3,5 %	0 %	2,6 %

Source: étude externe, p. 48