

Offres publiques d'achat ou d'échange en Allemagne selon la nouvelle loi sur les Offres publiques d'acquisition



THOMAS K. W. SCHRELL*
Associé
Rechtsanwalt Lovells, Frankfurt

La loi allemande sur les offres publiques d'achat ou d'échange de valeurs mobilières, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2002, vise à garantir la célérité et une transparence accrue de la procédure, la sauvegarde des intérêts de la société cible et l'égalité de traitement des actionnaires d'une même catégorie. En application de ces principes, la nouvelle loi détaille la procédure désormais applicable, du financement de l'offre aux mesures de défense envisageables.

I Introduction

1.1 Offres publiques d'acquisition ¹ en Allemagne

Pendant très longtemps, les offres publiques d'acquisition sont restées très rares en Allemagne. Ces dernières années, pourtant, les médias se sont fait l'écho de nombreuses offres publiques d'acquisition spectaculaires et de tentatives de défense impliquant des coûts astronomiques.

Ces derniers temps, c'est surtout l'acquisition amicale de la banque directe Consors par BNP Paribas qui a attiré l'attention des médias. Après avoir acquis une participation majoritaire dans la SchmidtBank, BNP Paribas a lancé une offre publique d'achat qui lui a permis d'acquérir 95 % des actions ². Pour obtenir le reste des actions, elle peut désormais user de la possibilité que lui offre la nouvelle loi d'exclure les actionnaires minoritaires contre leur volonté (*squeeze out*) ³.

On peut également citer dans ce contexte l'offre publique d'acquisition lancée par Finba Bakery Europe AG (Barilla group) visant à acquérir la totalité des actions de la société Kamps AG.

Une autre acquisition spectaculaire a été celle de FAG Kugelfischer par son – plus petit – concurrent INA-

Holding Schaeffler. FAG Kugelfischer a essayé en vain de se défendre contre cette acquisition en cherchant une offre publique concurrente (*white knight*) et en demandant aux actionnaires à l'aide d'une campagne publicitaire de ne pas accepter l'offre soumise par INA-Holding Schaeffler. Finalement, INA-Holding Schaeffler a fait une offre plus favorable que son offre initiale, que FAG Kugelfischer a acceptée. INA-Holding Schaeffler est désormais en train d'acquérir la totalité des actions par voie de *squeeze out* ⁴.

En 1997 Krupp-Hoesch a lancé une OPA hostile sur le groupe Thyssen; cette tentative a cependant échoué avant même le lancement officiel de l'offre, entre autres en raison de l'opposition des syndicats. La tentative d'OPA a fini par une fusion plus ou moins amicale.

En revanche, le groupe britannique de télécommunications Vodafone-Airtouch a réussi son offre publique d'achat de Mannesmann-AG à la fin de l'année 1999 malgré la campagne publicitaire de Mannesmann-AG faisant directement appel à ses actionnaires en leur demandant de ne pas accepter cette offre. On se souvient particulièrement du montant exorbitant de l'indemnité qui a été allouée au président du directoire sortant de Mannesmann suite au succès de cette OPA.

* L'auteur remercie Céline Planque, avocat chez Lovells, de sa collaboration.

1 Le terme d'offres publiques d'acquisition vise ci-après à la fois les offres publiques d'achat (OPA) et les offres publiques d'échange (OPE) visant à la prise de contrôle de la société cible.

2 Börsen-Zeitung du 09.08.2002; Börsen-Zeitung du 13.07.2002; FAZ du 07.05.2002; FAZ du 30.04.2002.

3 Sur le « *squeeze out* » récemment introduit en droit allemand par la loi sur les offres publiques d'acquisition de valeurs mobilières et sur les acquisitions d'entreprises voir Angerer, BKR 2002, 260; Krieger, BB 2002, 53; Zinser, M & A 2002, 17.

4 Handelsblatt du 07.08.2002; FAZ du 22.10.2001; FAZ du 15.10.2001; FAZ du 26.09.2001; FAZ du 19.09.2001; FAZ du 18.09.2001; FAZ du 10.09.2001.

Au cours de l'année 2000 les médias ont largement couvert la bataille entre la Commerzbank et le groupe d'investisseurs privés portant le nom évocateur de Cobra. Cobra détenait environ 17 % des droits de vote dans la banque qu'elle avait choisie pour cible et avait pour but de revendre son bloc d'actions avec profit.

Il en ressort que les structures d'entreprises sclérosées se fissurent et que les groupes allemands se voient désormais également confrontés aux risques d'OPA hostiles (*hostile takeovers*) visant à une concentration et/ou au démantèlement de la société cible et de ses filiales.

1.2 Nouvelle loi sur les offres publiques d'acquisition de valeurs mobilières et sur les acquisitions d'entreprises

Jusqu'à présent, en Allemagne, les procédures d'offres d'acquisition étaient uniquement réglementées par le Code des offres d'acquisition d'entreprises (*Übernahmekodex*) de 1995-1998, élaboré par la commission des experts boursiers (*Börsensachverständigenkommission*). Ce code n'avait pas de force obligatoire. Le 1^{er} janvier 2002, après l'échec provisoire d'une solution européenne, la loi sur les offres publiques d'acquisition de valeurs mobilières et sur les acquisitions d'entreprises (*Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen*) du 20 décembre 2001 est entrée en vigueur⁵. Ce texte contient surtout la réglementation nouvelle concernant l'acquisition de valeurs mobilières et les acquisitions d'entreprises (*Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz* – ci-après WpÜG)⁶. Les dispositions essentielles de cette loi concernent les acquisitions de valeurs mobilières visant à la prise de contrôle d'une entreprise.

Le WpÜG ne réglemente pas seulement les offres publiques d'acquisition déposées librement à l'initiative de l'acquéreur, mais également les offres d'achat obligatoires et autres acquisitions. Au sens du WpÜG, une offre publique d'acquisition vise à la prise de contrôle de la société cible, c'est-à-dire à l'acquisition voire au franchissement du seuil de 30 % des droits de vote. L'actionnaire qui, sur la base de ses propres actions ou des droits de vote dont il est titulaire, atteint au moins 30 % des droits de vote d'une société cible est tenu de lancer une offre

5 BGBl. I 2001, 3822; sur la genèse de la loi, voir Zinser, WM 2002, 15; Krause, NJW 2002, 705 et suivants.

6 Voir les commentaires sur le WpÜG par Geibel/Stüßmann, WpÜG, München 2002; Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Heidelberg 2002; Steinmeyer/Häger, WpÜG, Berlin 2002; Adolff/Meister/Randell/Stephan, Public Company Takeovers in Germany, München 2002; Apfelbacher/Barthelmeß/Buhl/von Dryander, German Takeover Law – A Commentary, München 2002. Une traduction anglaise du WpÜG se trouve dans l'ouvrage de Baums/Thoma (Hrsg.), Takeover Laws in Europe, Köln 2002, D 2.

7 BT-Drs., 14/7034, 28; Pötzsch/Möller, WM 2000, Sonderbeilage (cahier spécial) n° 2, 3 (14); Zinser, WM 2002, 15 (16).

8 Zinser, WM 2002, 15 (22).

9 En effet, on peut trouver au registre du commerce les statuts des sociétés anonymes, les procès-verbaux des assemblées générales d'actionnaires, des informations sur les membres du directoire et les rapports sur les comptes, voir sur la fonction du registre du commerce en général Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, München 2000, § 8, 1 et suivants. Il est possible de connaître les actionnaires de la société cible grâce à la lecture des procès-verbaux des assemblées générales d'actionnaires publiés au registre du commerce, puisque ceux-ci comprennent une liste des actionnaires présents ou représentés et des représentants des actionnaires. Malheureusement un grand nombre d'actionnaires se fait représenter aux assemblées générales d'actionnaires par des établissements de crédit ou des groupe-

publique d'acquisition ouverte aux autres actionnaires.

Le but du WpÜG est de créer un cadre pour une procédure rapide, ordonnée et transparente des offres publiques d'acquisition, sans favoriser ni empêcher les offres publiques d'acquisition et, au-delà, d'améliorer le degré de transparence et d'information des intéressés et de renforcer la situation juridique des actionnaires minoritaires⁷. La mise en place d'une procédure d'offre publique d'acquisition standardisée vise à répondre aux exigences de la mondialisation et à renforcer l'attractivité de l'Allemagne comme lieu d'implantation économique et financière dans un contexte de concurrence internationale⁸.

II La préparation d'une offre publique d'acquisition

Les nombreux obstacles que peut rencontrer un acquéreur qui envisage une offre publique d'acquisition d'entreprise en Allemagne rendent indispensable un audit préalable approfondi de la société cible et une connaissance préalable précise des règles légales applicables.

2.1 L'obtention d'informations sur la société cible

L'initiateur de l'offre sera particulièrement confronté au problème de l'obtention d'informations suffisantes sur la société cible. Dans le cadre de la préparation d'une offre publique d'acquisition, il est nécessaire de rechercher d'éventuels risques juridiques et d'éventuelles dispositions des statuts de la société susceptibles de compliquer l'acquisition (*poison pills*). Cependant, l'obtention d'une information aussi détaillée sur une entreprise est en pratique extrêmement difficile.

Au-delà du bulletin des annonces officielles édité par le gouvernement allemand (*Bundesanzeiger*) et des journaux spécialisés, c'est le registre du commerce qui fournira la plupart des informations sur la société cible dans le cadre de l'audit de la société cible⁹.

Si la société a émis des actions nominatives, l'examen du registre des mouvements de titres de la société peut révéler la structure de l'actionnariat de cette société¹⁰.

L'examen des bulletins officiels de la bourse peut

ments d'actionnaires de sorte que l'étude des listes d'actionnaires consignées dans les procès-verbaux publiés donne généralement peu de résultats. Lorsque les actions de la société cible sont des actions au porteur, il n'y a pratiquement aucune possibilité de déterminer avec certitude l'identité des porteurs actuels.

10 Cependant, un actionnaire peut uniquement exiger de la société une communication des informations le concernant directement contenues dans le registre des mouvements de titres, voir § 67 (6) AktG; Riehmer/Schröder, BB 2001, 1 (3). Ceci rend la connaissance de l'actionnariat de la société cible quasiment impossible. Cette difficulté est néanmoins partiellement résolue par l'obligation des banques de dépôt de transmettre les informations concernant les offres publiques d'acquisition conformément au n° 19 des conditions spécifiques aux transactions relatives à des valeurs mobilières (*Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte*). C'est grâce à cette disposition qu'il a, par exemple, été possible lors de l'acquisition de Mannesman par Vodafone de connaître une grande partie de l'actionnariat sans avoir recours au registre des mouvements de titres. De toute façon, si après le lancement d'une offre publique d'acquisition, la société cible convoque en urgence une assemblée générale d'actionnaires, l'existence d'actions nominatives (au contraire d'actions au porteur) permet une communication des informations nettement plus efficace: l'actionnaire identifié grâce au registre des mouvements de titre peut (si les statuts le permettent) donner un mandat de vote par voie électronique et donner des instructions à son représentant jusqu'au moment du vote.

également s'avérer utile dans le cadre de l'audit de la société cible. En effet, lors de l'atteinte, du franchissement à la hausse ou à la baisse des seuils de 5, 10, 25, 50 ou 75 % des droits de vote, la société cotée elle-même et l'autorité fédérale de contrôle des prestations de services financiers (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – ci-après BAFin) doivent être informées par écrit. La société cotée est dans l'obligation de rendre cette information publique en la publiant dans un bulletin officiel de la bourse.

2.2 Acquisition de blocs de titres

En cas d'acquisition amicale, l'initiateur de l'offre aura généralement, avant le lancement de son offre publique d'acquisition, acquis d'un actionnaire majoritaire un bloc d'actions dépassant au moins 5 % des droits de vote ou du capital social, soit par le biais de l'acquisition d'un bloc de titres hors marché, soit par acquisition en bourse. L'initiateur de l'offre devra à ce stade se demander si, au moment d'une telle acquisition d'actions, l'intention d'acquérir doit déjà faire l'objet d'une publication conformément à l'article 10, alinéa 1, première phrase du WpÜG¹¹.

2.3 Financement de l'offre publique d'acquisition

L'article 13, alinéa 1, du WpÜG prévoit que l'initiateur de l'offre doit, avant la publication de la note d'information, prendre toutes les mesures utiles à garantir que les moyens nécessaires à l'exécution de l'offre seront disponibles au moment de l'exigibilité du prix. Pour une offre publique d'achat, une garantie écrite d'un établissement de crédit ou d'une institution financière, indépendante de l'initiateur de l'offre, est nécessaire. Pour une offre publique d'échange, le prix est garanti par un capital autorisé suffisant; alternativement, une assemblée générale devra être convoquée en vue d'une augmentation de capital régulière.

2.4 Contrôle des fusions, activités réglementées et restrictions aux investissements

Dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, les exigences formelles et matérielles qui doivent être prises en compte ne résultent pas exclusivement du WpÜG. Certaines exigences résultent d'autres lois, notamment de la loi contre les restrictions à la concurrence (*Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen* — GWB) et de la loi sur les établissements de crédit (*Kreditwesengesetz* — KWG)¹².

11 Geibel/Süßmann, BKR 2002, 52, 54.

12 Ainsi, les concentrations d'entreprises peuvent être soumises au contrôle des fusions tel que prévu par la GWB. Dans ce cas, avant la mise en œuvre de la concentration, il est nécessaire de faire une déclaration à l'office fédéral de l'enregistrement et du contrôle des cartels (*Bundeskartellamt*). Selon la loi sur les établissements de crédit (KWG), celui qui envisage d'acquérir une participation significative dans un établissement de crédit ou une institution financière doit notifier sans délai l'importance de la participation envisagée à la BAFin et à la Banque fédérale d'Allemagne (*Deutsche Bundesbank*).

13 Assmann, AG 2002, 114 (117); Assmann, dans: Assmann/Schneider,

2.5 Opérations d'initiés

Dès avant l'offre publique d'acquisition, les organes sociaux, notamment, de la société initiatrice de l'offre et de la société cible et leurs conseils respectifs, doivent prendre conscience de la signification et des conséquences de l'interdiction des opérations d'initiés. Nous évoquerons simplement que l'acquisition en bourse d'actions d'une société cible en vue de la préparation d'une offre publique d'acquisition ne constitue pas une opération d'initiés dans la mesure où il s'agit encore de la mise en œuvre d'une décision sociale propre¹³.

III La procédure d'offre publique d'acquisition selon le WpÜG¹⁴

3.1 Champs d'application

Le WpÜG s'applique à toutes les offres publiques d'achat ou d'échange de valeurs mobilières émises par des sociétés anonymes ou des sociétés en commandite par actions ayant leur siège social en Allemagne et qui sont négociables sur un marché réglementé dans l'un des États de l'Espace économique européen (voir art. 1 et 2 du WpÜG). Par conséquent, la loi ne s'applique pas aux sociétés étrangères cotées à la bourse allemande¹⁵.

En introduction, le WpÜG édicte quatre principes généraux qui doivent être pris en compte pour l'interprétation de toutes les dispositions de la loi et doivent servir de référence dans tous les cas qui n'ont pas expressément été prévus par la loi. Ces principes généraux doivent permettre d'atteindre le but fixé par le WpÜG, c'est-à-dire de garantir, dans le cadre d'une procédure formalisée, l'égalité, la transparence, la sauvegarde des intérêts de la société cible et la rapidité de la procédure d'offre publique d'acquisition (art. 3 du WpÜG)¹⁶.

Selon le principe de l'égalité de traitement, tous les actionnaires de la même catégorie doivent être traités de la même manière. Selon le principe de transparence, les actionnaires de la société cible doivent bénéficier d'une information suffisante en temps utile. Le principe de la sauvegarde des intérêts impose au directoire et au conseil de surveillance de la société cible d'agir dans l'intérêt de la société cible¹⁷. Selon le principe de rapidité, la procédure d'offre publique d'acquisition doit se dérouler le plus rapidement possible, pour éviter que la société cible ne soit entravée dans son activité de manière excessivement longue.

Les principes généraux formulés par le WpÜG sont des principes également reconnus dans la plupart des autres pays¹⁸.

WpHG, § 14, n° 82; Geibel/Süßmann, BKR 2002, 54.

14 Assmann, AG 2002, 114 et suivants; Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724; Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 768; Berding, WM 2002, 1149.

15 Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724 (725); Krause, NJW 2002, 705 (707).

16 Voir Liebscher, ZIP 2001, 853 (858); Zschocke, DB 2002, 79 (80); Zinser, WM 2002, 15 (16).

17 Voir Fleischer, NZG 2002, 545 (547).

18 Zinser, WM 2002, 15 (16); Krause, NJW 2002, 705 (707).

3.2 Procédure de l'offre publique d'acquisition

a) Décision de lancer une offre et établissement d'une note d'information

La procédure d'offre d'acquisition commence avec la publication de la décision de l'initiateur de l'offre de lancer une offre publique d'acquisition (art. 10 du WpÜG). Cette disposition vise à empêcher les éventuelles opérations d'initiés¹⁹. La publication, dont le non-respect est puni d'une amende civile (ar. 61, al. 1, du WpÜG), doit intervenir lorsque l'intention de lancer une offre publique d'acquisition est assez avancée pour qu'une renonciation au projet ne puisse plus sérieusement intervenir. Généralement, cette publication devra intervenir lors de la dernière décision de la direction ou du conseil de surveillance²⁰. L'initiateur de l'offre doit, avant la publication, informer de sa décision de lancer une offre la BAFin et la direction des bourses auxquelles les valeurs mobilières de la société cible sont admises ou négociées (art. 10, al. 2, du WpÜG). En revanche l'article 15 de la loi sur les transactions relatives à des valeurs mobilières (*Wertpapierhandelsgesetz* — ci-après WpÜG) est expressément écarté par l'article 10, alinéa 6, du WpÜG dans le cas de décisions sur le lancement d'une offre publique d'acquisition et écarte ainsi l'obligation de procéder à une communication ad hoc²¹.

La publication de l'intention de lancer une offre publique d'acquisition doit se faire en langue allemande dans un bulletin officiel de la bourse couvrant un territoire plus étendu qu'une seule région ou par l'intermédiaire d'un système informatisé de traitement des informations très répandu exploité par les établissements de crédit et les institutions financières (art. 10, a. 3, du WpÜG). De plus, le directoire de la société cible doit être informé par écrit (art. 10, al. 5, du WpÜG). Le directoire en informe ensuite le conseil d'entreprise²² ou bien, en l'absence de conseil d'entreprise, directement les salariés.

Ainsi, le ramassage de titres de la société cible est rendu très difficile. Il reste cependant encore possible (et c'est ce qui va se passer en pratique) d'acquérir en bourse des actions de la société cible pendant la phase de préparation de la décision de lancer une offre publique d'acquisition²³. Cependant, l'acquisition de 5 % des actions d'une société cotée fait déjà l'objet d'une obligation d'information²⁴ (art. 21, al. 1, du WpÜG; art. 23, al. 1, n°1, du WpÜG) et peut, conformément à l'article 31, alinéa 3, du WpÜG, aboutir à l'obligation de lancer une offre publique d'achat. Par ailleurs, le prix payé dans le cadre d'une telle « pré-acquisition » lie l'initiateur de l'offre dans la mesure où le prix qui sera offert, plus tard, lors de l'offre publique d'achat aux actionnaires des différentes catégories

d'actions ne pourra pas être inférieur à ce prix; c'est ce que l'on appelle l'obligation de traitement préférentiel.

La publication de la décision de lancer une offre publique d'acquisition entraîne l'obligation d'établir une note d'information écrite dans un délai de seulement quatre semaines et de la remettre à la BAFin²⁵. Pour des raisons d'efficacité et de rapidité, la pratique s'alignera probablement sur ce que l'on a déjà pu observer sous l'empire du code des offres d'acquisition d'entreprises: la note d'information sera préparée et formulée avant même que la décision de lancer une offre publique ne soit prise formellement et sera soumise de manière informelle à l'avis de la BAFin²⁶.

b) Examen de la note d'information par la BAFin/ Publication de la note d'information

La BAFin a dix jours ouvrables — avec une possibilité de prolongement de cinq jours ouvrables (art. 14, al. 2, du WpÜG) — pour contrôler si la note d'information contient des erreurs formelles ou des erreurs matérielles évidentes (art. 15, al. 1 du WpÜG). Une interdiction de l'offre publique d'acquisition par la BAFin ne peut intervenir que lorsque la note d'information ne contient pas les informations requises par l'article 11, alinéa 2, 4 du WpÜG, lorsqu'elle viole d'autres dispositions législatives ou lorsque l'initiateur de l'offre n'a pas rempli ses obligations de communication et de publication conformément à l'article 14 du WpÜG (art. 15 du WpÜG).

La note d'information doit être publiée sans délai, dès l'autorisation expresse de la publier ou l'expiration du délai sans que la BAFin n'en ait interdit la publication (art. 14, al. 2 du WpÜG).

c) Avis motivé de la société cible

Selon l'article 14, alinéa 4, du WpÜG, l'initiateur de l'offre doit communiquer la note d'information immédiatement après sa publication au directoire de la société cible. Celui-ci en informe ensuite le conseil d'entreprise ou, à défaut, les salariés de la société cible.

Le directoire et le conseil de surveillance donnent ensuite un avis motivé sur l'offre publique d'acquisition, soit séparément, soit en commun. L'avis motivé détaille la nature et le montant du prix offert, les conséquences d'une éventuelle acquisition sur la société cible et ses salariés, les buts poursuivis par l'initiateur de l'offre et, généralement, une opinion favorable ou défavorable à l'acquisition (art. 27, al. 1, du WpÜG). Le directoire et le conseil de surveillance sont obligés de rendre public leur avis motivé et d'en informer le conseil d'entreprise ou, à défaut, directement les salariés (art. 27, al. 3, du WpÜG).

19 BT-Drs. 14/7034, 39; Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724 (726); Zschocke, DB 2002, 79 (81).

20 Assmann, AG 2002, 114/117; sur le problème de la détermination du moment auquel l'information doit obligatoirement être publiée: Lieb-scher, ZIP 20/2001, 853 (859 et suivants.); Zinser, WM 2002, 15 (17).

21 Voir la lettre circulaire de la BAFin du 26.4.2002, NZG 2002, 563 et suivants; Assmann, AG 2002, 114 (117).

22 Le conseil d'entreprise allemand est l'institution représentative du personnel des sociétés allemandes correspondant au comité d'entreprise français. Cependant, les pouvoirs du conseil d'entreprise allemand, notamment grâce à la cogestion, sont nettement plus étendus que ceux du comité d'entreprise français.

23 Thoma, NZG 2002, 105.

24 La question de savoir si l'obligation d'information prévue par les articles 21 et suivants du WpHG s'applique pendant la durée d'une offre publique d'acquisition est controversée; voir par exemple: Riehmer/Schröder, BB 2001, 1 (16); cependant cette controverse a peu de portée, dans la mesure où l'obligation d'information prévue par le WpÜG est plus contraignante que celle prévue par les articles 21 et suivants du WpHG.

25 Sur les possibilités de prolonger ce délai, voir article 14 alinéa 1 phrase 3 du WpÜG.

26 Il faudra attendre pour savoir si et dans quelle mesure la BAFin sera effectivement disposée à examiner le document; voir Lenz/Linke, AG 2002, 361 (363).

Si le conseil d'entreprise ou, à défaut, les salariés prennent position, leur avis est ajouté à celui du directoire (art. 27, al. 2, du WpÜG).

En raison de la connaissance approfondie que détient le directoire de la situation économique et financière de la société, son avis est d'une particulière importance pour la décision des actionnaires²⁷. Dans le cas d'une offre publique d'acquisition hostile, l'avis est donné sous la forme d'un *Defense Document*, qui constitue le meilleur moyen de défense de la société cible²⁸. En pratique internationale, on assiste fréquemment à une bataille conceptuelle entre l'initiateur de l'offre publique d'acquisition qui soumet sa note d'information et la direction de la société cible qui donne son avis motivé. Sur la base de ces informations, les actionnaires de la société cible décident s'ils veulent accepter ou refuser l'offre publique²⁹.

d) Période d'offre

La publication de la note d'information fait courir la période d'offre conformément à l'article 16, alinéa 1, phrase 2, du WpÜG. La période d'offre doit comporter au minimum quatre et au maximum dix semaines (art. 16, al. 1 phrase 1 du WpÜG). Si l'offre est couronnée de succès³⁰, l'article 16, alinéa 2 du WpÜG prévoit que les actionnaires de la société cible qui, à ce stade, n'ont pas encore accepté l'offre, ont le droit, au cours d'une nouvelle période de deux semaines, de finalement accepter l'offre.

Pendant la période d'offre, l'initiateur de l'offre doit tout d'abord chaque semaine puis, au cours de la dernière semaine avant l'expiration de la période d'offre, chaque jour, publier le niveau des ordres de présentation de titres en réponse à l'offre sur Internet et dans un bulletin officiel de la bourse couvrant un territoire plus étendu qu'une seule région. Il doit également communiquer ces informations à la BAFin (art. 23, al. 1, n° 1, du WpÜG). Étant donné que le WpÜG n'écarte pas l'application des articles 21 et suivants du WpÜG, l'obligation d'information prévue par l'article 21, alinéa 1, du WpÜG, peut s'ajouter aux obligations d'information prévues par le WpÜG, dans le cas où la propriété des titres est déjà transférée au cours de la procédure d'offre publique d'acquisition³¹ et dans la mesure où les seuils de participation prévus par l'article 21, alinéa 1, du WpÜG sont atteints ou franchis.

27 Thoma, NZG 2002, 105 (110).

28 Land/Hasselbach, DB 2000, 1747 (1749); Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724 (731).

29 Krause, NJW 2002, 705 (711).

30 Lorsque l'offre est couronnée de succès, elle est suivie de l'exécution de l'offre par l'inscription électronique au compte de l'initiateur de l'offre des valeurs mobilières cédées de la société cible par l'intermédiaire des banques de dépôt concernées: voir Riehmer/Schröder, BB 2001, 1 (15).

31 Commentaires critiques sur l'application des articles 21 et suivants du WpHG aux offres publiques d'acquisition: Riehmer/Schröder, BB 2001, 1 (15 et s.).

32 Conformément à l'article 11 alinéa 2 du WpÜG, la note d'information doit comporter quelques mentions obligatoires. L'ordonnance WpÜG-Angebotsverordnung (WpÜG-AngVO) du 27 décembre 2001 contient des exigences supplémentaires concernant le contenu de la note d'information, voir BGBl. I 2001, 4263; Hamann, ZIP 2001, 2249 (passim).

33 Voir sur la responsabilité civile des banques concernant l'exactitude de la note d'information: Vaupel, WM 2002, 1170; Singhof/Weber, WM 2002, 1158.

34 Sur la responsabilité civile au regard du contenu de la note d'information (art. 12 du WpÜG): Assmann, AG 2002, 153. Il est à remarquer que selon le WpÜG, dans le cadre d'offres publiques d'échange, c'est-à-

3.3 Contenu de l'offre publique d'acquisition

a) Contenu de la note d'information

L'obligation de publier la note d'information en langue allemande vise à l'information des actionnaires de la société cible et garantit la transparence de la procédure d'offre³². La note d'information doit mentionner les personnes physiques ou morales qui engagent leur responsabilité civile au regard du contenu de la note d'information³³. Elles doivent garantir que les informations contenues dans la note d'information sont véridiques et qu'aucune circonstance déterminante n'a été omise³⁴.

b) Prix offert par l'initiateur de l'offre

Selon l'article 31, alinéa 2, du WpÜG, l'initiateur de l'offre doit, dans le cas d'une offre publique d'acquisition, et également dans le cadre d'une offre d'acquisition obligatoire, offrir comme prix soit un paiement en numéraire en euros, soit des actions liquides auxquelles sont attachés des droits de vote et qui sont admises à être négociées sur un marché réglementé³⁵.

La valeur minimale du prix à offrir se détermine selon le cours de bourse moyen pondéré des actions de la société cible sur leur marché de cotation au cours des trois derniers mois précédant la publication de la décision de lancer une offre et doit éventuellement être majorée en cas de « pré-acquisition », en application du principe de traitement préférentiel (art. 4 du WpÜG-AngVO)³⁶.

L'obligation de lancer une offre publique d'achat en euros (*mandatory cash offer*) s'impose seulement dans le cas où l'initiateur de l'offre a, (i) au cours des trois derniers mois précédant la publication de la décision de lancer une offre, acquis contre paiement en numéraire un total d'au moins 5 % des actions ou des droits de vote de la société cible ou, (ii) après la publication mais avant l'expiration de la période d'offre, acquis contre paiement en numéraire au moins 1 % des actions ou des droits de vote de la société cible (art. 31, al. 3, du WpÜG).

Étant donné que de nouvelles actions sont émises par le biais d'une augmentation de capital (en vue de rémunérer l'apport à l'offre publique des actions de la société cible), une offre publique d'échange entraîne un problème issu du droit des marchés de capitaux: les actions offertes ne peuvent pas être admises à la négociation en bourse au moment

dire lorsque des titres sont proposés comme prix dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, l'établissement d'une note d'information spécifique n'est désormais plus nécessaire (art. 4, al. 1, n° 9 de la loi sur les prospectus de vente — VerkProspG). En effet, les mêmes informations doivent désormais être contenues dans la note d'information générale (voir l'art. 2 n° 2 du WpÜG-AngVO et l'art. 7 du VerkProspG).

35 Dans ce dernier cas, si l'initiateur de l'offre est allemand, il est nécessaire que l'augmentation de capital ait été enregistrée au registre du commerce et qu'une admission à la bourse soit intervenue; à l'exception cependant des cas d'application des articles 71 et suivants de l'AktG ou autres cas particuliers: ainsi, dans le cadre des OPE Allianz/Dresdner et Münchener Rück/ERGO au cours de l'été 2001, des actions déjà existantes et cotées, mais mises à disposition par des tiers, ou au moyen d'un « *special purpose vehicle* », ont été offertes; voir à ce sujet, Busch, AG 2002, 145.

36 BGBl. I 2001, 4263. Le prix offert pour les actions de la société cible doit au minimum correspondre au prix le plus élevé offert par ou convenu avec l'initiateur de l'offre, une personne agissant de concert avec lui ou leurs filiales pour l'acquisition d'actions de la société cible au cours des trois mois précédant la publication de la note d'information. Une réduction pour l'acquisition de blocs d'actions, au cours de cette période de trois mois, n'a pas été prévue.

de l'offre (l'admission suppose l'émission préalable des actions)³⁷. En présence d'un nombre suffisant d'actions susceptibles d'être prêtées, il est possible de résoudre ce problème par l'attribution d'actions prêtées, c'est-à-dire d'anciennes actions admises à la négociation^{38,39}.

c) Conditions^{40,41}

Selon l'article 18, alinéa 1, du WpÜG, une offre publique d'acquisition ne peut pas prévoir des conditions dont la réalisation dépend exclusivement de l'initiateur de l'offre, de personnes agissant de concert avec lui ou de leurs filiales. En conséquence, la condition de l'obtention du financement, c'est-à-dire la condition posée par l'initiateur de l'offre de ne réaliser l'acquisition que dans le cas où les moyens financiers nécessaires au financement de l'offre pourront effectivement être trouvés, n'est pas valable⁴².

Enfin, la possibilité de se rétracter ou de se dédire ne peut pas valablement être prévue (art. 18, al. 2, du WpÜG), et conformément à l'article 17 du WpÜG, une invitation publique par la société offrante aux actionnaires de la société cible de lui faire une offre d'acquisition de leurs actions (*invitatio ad offerendum*) n'est pas valable.

Ces restrictions légales visent à éviter que les affaires de la société cible soient gênées par des offres révocables ou des offres n'engageant pas leur auteur.

En revanche, sont valables les conditions qui ne dépendent pas de la seule volonté de l'initiateur de l'offre, telles que l'autorisation de l'acquisition d'une participation par la commission de contrôles des ententes illicites et des positions dominantes (*Kartellbehörde*) compétente⁴³ ou encore l'absence d'offres concurrentes⁴⁴.

Selon l'article 25 du WpÜG, l'initiateur de l'offre peut également faire son offre sous la condition d'une décision favorable de l'assemblée générale de ses actionnaires. La condition d'une décision de l'assemblée générale des actionnaires est prépondérante dans le cas où l'initiateur a besoin de l'approbation de l'assemblée générale pour des raisons juridiques⁴⁵.

d) Modification de l'offre publique d'acquisition

L'initiateur de l'offre peut modifier son offre jusqu'au jour ouvrable précédant l'expiration de la période d'offre en augmentant le prix, en proposant une autre contrepartie, en diminuant le seuil de participation mini-

mal à atteindre ou en renonçant à des conditions (art. 21 al. 1 du WpÜG). Une telle modification de l'offre doit être rendue publique dans les mêmes conditions que l'offre elle-même (art. 21, al. 2, du WpÜG). Dans le cas d'une modification de l'offre, les actionnaires de la société cible qui avaient déjà accepté l'offre dans sa version originale bénéficient d'un droit de retrait (art. 21, al. 4, du WpÜG).

3.4 Comportement du directoire et du conseil de surveillance/ mesures de défense⁴⁶

a) Possibilité d'action du directoire et du conseil de surveillance⁴⁷

Pendant la période comprise entre la publication de la décision de lancer une offre jusqu'à la publication des résultats de l'offre, le directoire de la société cible n'est pas autorisé à entreprendre des actions qui pourraient objectivement empêcher le succès de l'offre (art. 33, al. 1, phrase 1, du WpÜG). L'aptitude objective à empêcher le succès de l'offre est suffisante. Le directoire ne doit pas avoir l'intention d'empêcher le succès de l'offre ou l'empêcher effectivement⁴⁸.

L'obligation du directoire, dite obligation de neutralité, restreint la possibilité du directoire de se défendre contre une offre publique d'acquisition hostile⁴⁹. La raison de cette restriction s'explique surtout par le fait que les membres du directoire se trouvent souvent dans un conflit d'intérêt entre leur propre intérêt à conserver leur poste et les intérêts des actionnaires profitant du succès de l'offre⁵⁰.

La question centrale de la portée de l'obligation de neutralité formait l'une des questions les plus controversées au cours des débats parlementaires⁵¹. La loi actuelle admet de larges exceptions à l'obligation de neutralité et des mesures de défense sont ainsi rendues possibles. En effet, il est même possible d'affirmer que le WpÜG a amélioré la possibilité de défense contre les acquisitions hostiles⁵².

Tout d'abord, le directoire de la société cible est autorisé à entreprendre des actions qui pourraient objectivement empêcher le succès de l'offre dès lors qu'il obtient l'approbation du conseil de surveillance (art. 33, al. 1, phrase 2, du WpÜG) et dans la mesure où de telles actions sont de la compétence du directoire⁵³. Le législateur a ajouté cette exception à l'obligation de neutralité en dernière minute et élargit de cette façon considérablement la possibilité

37 Voir Gross, ZHR 162 (1998), 318 (335); Busch, AG 2002, 145 (148).
38 Geibel/Süßmann, BKR 2002, 52 (59).

39 Il convient enfin de souligner l'existence d'une obligation de rectification: si l'initiateur de l'offre, au cours de l'année suivant la publication du résultat de l'offre, acquiert hors marché des actions de la société cible pour un prix plus élevé que le prix d'offre, il doit régler la différence à tous les actionnaires qui ont accepté l'offre (art. 31 al. 5 du WpÜG).

40 Voir en détail Busch, AG 2002, 145 et suivants.

41 Sur la possibilité de lancer des offres partielles: elles ne sont valables que dans le cas de « simples » offres d'acquisition, c'est-à-dire d'offres qui ne permettent pas la prise de contrôle de la société cible. Lorsque l'initiateur de l'offre limite son offre à une participation définie ou un nombre défini de valeurs mobilières de la société cible, il arrive que l'initiateur de l'offre reçoive des réponses à l'offre concernant un nombre trop élevé de valeurs mobilières. Dans ce cas, l'initiateur de l'offre est dans l'obligation de procéder à une répartition proportionnelle. Une répartition selon d'autres critères, notamment selon un principe de priorité, n'est pas valable. Dans le cas d'offres publiques d'acquisition, c'est-à-dire d'offres qui visent à la prise de contrôle de la société cible, la validité des offres partielles est expressément écartée par l'article 32 du WpÜG.

42 Busch, AG 2002, 145 (147).

43 Voir sur cette conditions et d'autres dans l'offre d'acquisition Busch, AG 2002, 145 et suivants.

44 Hasselbach, DB 2000, 1747 (1751).

45 Thoma, NZG 2002, 105 (107).

46 En général: Thoma, NZG 2002, 105 (110); Schneider, AG 2002, 125 (128); Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1.

47 Sur les moyens de défense et les possibilités de rendre la prise de contrôle moins aisée, voir les commentaires détaillés de: Krause, AG 2002, 133, 137 et suivants et Krause, WM 2002, 1043 et suivants; voir aussi la déclaration de FAG Kugelfischer après le lancement de l'offre par INA Vermögensverwaltungsgesellschaft GmbH: « Plusieurs *joint ventures* avec NTN (un concurrent de INA) prêtes à être signées » (Source: dpa-Meldung du 10.10.2001); Voir également Handelsblatt des 10.9.2001, 11.09.2001 et 16.09.2001.

48 Geibel/Süßmann, BKR 2002, 52 (65).

49 La notion de « l'obligation de neutralité » est critiquée par Schwenicke, dans: Geibel/Süßmann, WpÜG, München 2002, § 33, n° 10 et suivants.; Krause, NJW 2002, 705 (711).

50 Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724 (725); Thoma, NZG 2002, 105 (110); Zinser, WM 2002, 15 (19 f.).

51 Geibel/Süßmann, BKR 2002, 52 (64); Zinser, WM 2002, 15 (19).

52 Vater, M & A 1/2002, 9.

d'action du directoire ; il faut noter qu'en pratique, le conseil de surveillance refuse rarement son approbation⁵⁴. Cette large exception est destinée à s'aligner sur la législation en vigueur dans d'autres pays européens et aux États-Unis permettant aux entreprises de se défendre plus facilement contre les acquisitions hostiles⁵⁵. Cependant, les mesures qui, en application des principes généraux du droit des sociétés relèvent de la compétence de l'assemblée générale restent, même dans le cas d'une approbation du conseil de surveillance, de la compétence de l'assemblée générale. De telles mesures ne pourraient donc être prises par le directoire que dans le cas où l'assemblée générale des actionnaires a donné pouvoir au directoire pour agir⁵⁶.

Par ailleurs, aucune délégation par l'assemblée générale, ni aucune autorisation par le conseil de surveillance ne sont requises pour les mesures qu'un dirigeant ordinaire et consciencieux d'une société qui n'est pas visée par une offre publique d'acquisition aurait prises, et pour la recherche d'une offre publique d'acquisition concurrente, dite « *white knight* » (art. 33, al. 1, phrase 2, du WpÜG)⁵⁷. Les mesures permises à un dirigeant ordinaire et consciencieux ne se limitent pas aux affaires quotidiennes. Le directoire peut aussi prendre des mesures de défense s'inscrivant dans une stratégie déjà amorcée auparavant⁵⁸.

Le directoire dispose d'une marge d'appréciation concernant sa réaction à l'offre publique d'achat. Toutefois, il doit, dans tous les cas, poursuivre l'intérêt de la société (art. 3, al. 3, du WpÜG)⁵⁹. Par ailleurs, la capacité d'action du directoire et du conseil de surveillance est, au-delà des restrictions imposées par le WpÜG, limitée par l'AktG⁶⁰.

L'émission d'un nombre non négligeable de nouvelles actions par la société cible⁶¹, la cession d'éléments d'actifs essentiels de la société et particulièrement significatifs pour l'initiateur de l'offre (*crown jewels*)⁶², le rachat de ses propres actions par la société cible⁶³ ou la création d'obstacles relevant du droit de la concurrence, par exemple par l'acquisition d'une entreprise avec laquelle l'initiateur de l'offre est en concurrence directe⁶⁴, constituent des actions de défense possibles contre une offre publique d'acquisition. De plus, la société cible peut lancer une contre-attaque en soumettant une offre publique portant sur les actions de l'initiateur de l'offre (Pac-Man)⁶⁵.

D'autres mesures, comme l'obligation de payer des indemnités extrêmement élevées aux membres du directoire et du conseil de surveillance dans le cas d'un changement de contrôle (*golden parachute*) et les « *poison pill* » sont problématiques en droit allemand⁶⁶.

b) Délégation par l'assemblée générale des actionnaires

Les décisions par lesquelles l'assemblée générale des actionnaires délègue au directoire le pouvoir de prendre des mesures de défense peuvent intervenir, d'une part, à l'occasion d'une offre d'acquisition⁶⁷. De manière à rendre possible une réaction immédiate de la société cible, l'article 16, alinéa 4, du WpÜG prévoit des assouplissements dans le cadre de la préparation de telles assemblées générales d'actionnaires.

D'autre part, les décisions préventives par lesquelles l'assemblée générale des actionnaires délègue au directoire le pouvoir de prendre des mesures de défense qui entrent dans le domaine de compétence de l'assemblée générale sans qu'une offre publique d'acquisition ne soit émise sont valables (art. 33, al. 2, du WpÜG). La délégation doit préciser la nature des mesures autorisées (art. 33, al. 2, phrase 1, du WpÜG) : une délégation à procéder à une augmentation de capital est suffisante, en revanche une délégation donnant blanc-seing au directoire n'est pas valable. La délégation peut être donnée pour une durée maximale de 18 mois (art. 33 al. 2, phrase 2 du WpÜG). La délégation ne peut être adoptée qu'à une majorité des actionnaires représentant les trois quarts du capital social représenté lors de la prise de décision, à moins que les statuts ne prévoient une majorité plus élevée ou des conditions supplémentaires (art. 33, al. 2, du WpÜG). Les actions entreprises par le directoire en application d'une telle délégation de l'assemblée générale d'actionnaires nécessitent l'autorisation du conseil de surveillance (art. 33, al. 2, phrase 4 du WpÜG).

Au-delà, l'autorisation du directoire à entreprendre des mesures de défense sur le fondement d'une délégation « simple » qui ne vise pas spécialement le cas de la défense contre une offre publique d'acquisition est discutée. Cependant, à la lecture de la plupart des commentaires à ce sujet, une délégation « simple » par l'assemblée générale serait suffisante⁶⁸.

3.5 Offres obligatoires⁶⁹

Une disposition nouvelle d'une particulière importance est l'introduction de l'offre publique obligatoire en droit allemand par l'article 35 du WpÜG. L'Allemagne s'est longtemps opposée à l'introduction d'une offre obligatoire comme il en existe déjà dans d'autres pays européens. L'obligation de soumettre une offre publique était contestée dans la mesure où elle limitait considérablement le principe de l'autonomie privée⁷⁰.

53 Voir sur l'obligation de neutralité du directoire : Dimke/Heiser, NZG 2001, 241 (258) ; Kirchner, WM 2000, 1821 et suivants.

54 Ekkenga/Hofschoer, DStR 2002, 724 (731).

55 Geibel/Süßmann, BKR 2002, 52 (64).

56 Voir le rapport de la Commission des finances (Finanzausschuss) : BT-Drs. 14/7477, 62.

57 Voir pour la problématique des obligations des dirigeants lors d'OPA hostile, les études détaillées de : Kirchner, WM 2000, 1821 ff ; Dimke/Heiser, NZG 2001, 241 (258) ; BT-Drs. 14/7034, S. 58 ; voir sur le « *white knight* » : Vater, M & A 1/2002, 9 (14).

58 BT-Drs. 14/7034, 58 ; Ekkenga/Hofschoer, DStR 2002, 724 (731) ; Schneider, AG 2002, 125 (128 et s.) ; Thoma, NZG 2002, 105 (110).

59 Schneider, AG 2002, 125 (130) ; Zinser, WM 2002, 15 (19).

60 Voir plus précisément Krause, AG 2002, 133 et suivants.

61 BT-Drs. 14/7034, 57. Voir plus en détail sur l'émission de nouvelles actions Krause, BB 2002, 1053 (1055 et s.).

62 Voir Pöttsch/Möller, WM 2000, Sonderbeilage (cahier spécial) n° 2, 3 (26 et s.) ; Vater, M & A 1/2002, 9 (11 et s.).

63 Sur le rachat des propres actions comme moyen de défense, voir Helmis, M & A 1/2001, 7 et suivants ; Krause, BB 2002, 1053 (1059) ; Vater, M & A 1/2002, 9 (10 et s.).

64 BT-Drs. 14/7034, 58.

65 Geibel/Süßmann, BKR 2002, 52 (65).

66 Voir Schwennicke, dans : Geibel/Süßmann, WpÜG, München 2002, § 33 n° 33 et suivants ; Vater, M & A 1/2002, 9 (14 et s.).

67 Sur la possibilité d'action de l'assemblée générale voir Schneider, AG 2002, 125 (131 et s.).

68 Voir par exemple Ekkenga/Hofschoer, DStR 2002, 724 (731) ; Krause, BB 2002, 1053 et suivants ; Thoma, NZG 2002, 105 (110) ; Krause, AG 2002, 133 (137).

69 Sur les travaux législatifs concernant l'offre publique obligatoire : Thoma, NZG 2002, 105 (11) ; Liebscher, ZIP 2001, 853/856 ; Assmann, AG 2002, 114 (119) ; Letzel, NZG 2001, 260 (267) ; von Altmeyen, ZIP 2001, 1073 (1082).

70 Voir von Altmeyen, BB 25/2001, première page ; Hommelhoff, BB 20/2001, première page ; Zinser, WM 2002, 15 (20).

L'article 35 du WpÜG oblige celui qui (indirectement ou directement) a acquis plus de 30 % des droits de vote d'une société cible à rendre publique l'importance de sa participation sans délai et au plus tard dans un délai de 7 jours calendaires suivant la connaissance de l'acquisition du contrôle de la société cible et à communiquer à la BAFin une note d'information et une offre obligatoire dans un délai de 4 semaines suivant la publication de la prise de contrôle ⁷¹.

Les personnes qui se trouvent soumises aux obligations découlant de l'article 35 du WpÜG, peuvent cependant solliciter de la BAFin, au moyen d'une demande écrite, leur libération de ces obligations. Une telle libération peut être accordée dans les conditions précisées par l'article 37 du WpÜG si elle est justifiée compte tenu des intérêts du requérant et des intérêts des actionnaires de la société cible.

71 Sur les offres obligatoires voir plus précisément Geibel/Süßmann, BKR 2002, 52 (62 et s.); Letzel, NZG 2001, 260 (267); Letzel, BKR 2002, 293 et suivants; les droits de vote attachés aux actions de la société cible ne sont pas pris en compte pour la détermination de la participation de 30 % lorsque ces actions ont été acquises par succession, par partage d'une succession ou d'intérêts patrimoniaux dans le sens de

3.6 Actualité

Actuellement, le débat porte essentiellement sur la question de l'applicabilité du WpÜG au cas du rachat par une société de ses propres actions. Les auteurs sont unanimes quant au fait que le rachat en bourse de ses propres valeurs mobilières n'est pas couvert par le WpÜG. En revanche, le lancement d'une offre publique de rachat de ses propres actions pose problème. Les conceptions divergent, notamment au regard de l'étendue de la protection qui doit dans ce cas être accordée aux actionnaires ⁷². Parallèlement, certains soulignent, entre autres, le danger d'une sur-réglementation en cas de trop grande extension du champ d'application du WpÜG ⁷³. ■

l'article 36 n° 1 du WpÜG, par changement de forme sociale ou par restructuration au sein d'un groupe de sociétés (art. 36 du WpÜG).

72 Dans le sens d'une protection étendue, Lenz/Linke, AG 2002, 42 Off.; au contraire, Süßmann, AG 2002, 424 et suivants.

73 Süßmann, AG 2002, 424, 425.