
Colloque scientifique de l'AMF organisé en partenariat avec l'IFA

La gouvernance du conseil d'administration et les offres publiques

Christophe Clerc, avocat, general manager de Pinsent Masons (Paris)

23 Mai 2013



Sommaire

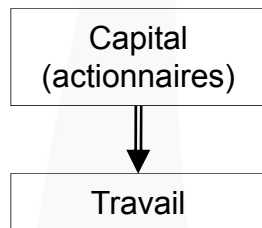
1. Le cadre d'action du conseil : les fondements théoriques du gouvernement d'entreprise et ses conséquences sur les offres publiques
2. L'analyse préliminaire des situations soumises au conseil : les intérêts protégés en cas d'offre publique
3. Les décisions du conseil : acteurs et processus en cas d'offre

1. Les fondements théoriques du gouvernement d'entreprise et ses conséquences sur les offres publiques

(a) Approche historique

Les trois grandes étapes :

Point de vue traditionnel



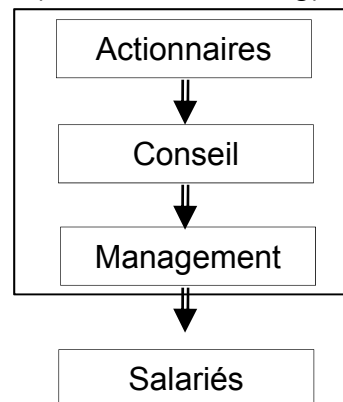
Concepts clés :

- Capital / travail
- Blocs antagonistes

Résultat :

- Réglementation non développée

Point de vue de la suprématie actionnariale (Jensen & Meckling)



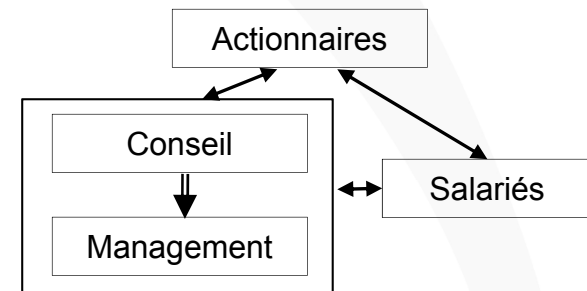
Concepts clés :

- Alignement des intérêts
- Théorie principale / agent (maître et serviteur)

Résultat :

- Règle de « non frustration »

Point de vue de la « team production »



Concepts clés :

- Production en équipe
- Investissement spécifique dans les entreprises
- Conseil et management en tant que « mediating hierarchs »
- Problème du hold-up

Resultat :

- « checks & balances » (intérêt de la société)

1. Les fondements théoriques du gouvernement d'entreprise et ses conséquences sur les offres publiques

(b) Approche comparative

Les trois grands modèles :

Modèle orienté vers les actionnaires (UK)	Modèle orienté vers les sociétés (Europe)	Modèle orienté vers le management (US)
<ul style="list-style-type: none">• Actionnariat dispersé	<ul style="list-style-type: none">• Blocs	<ul style="list-style-type: none">• Actionnariat dispersé
<ul style="list-style-type: none">• Pas de défenses anti - OPA	<ul style="list-style-type: none">• Défenses faibles contre les offres d'achat	<ul style="list-style-type: none">• Défenses fortes contre les offres d'achat
<ul style="list-style-type: none">• Obligations fiduciaires	<ul style="list-style-type: none">• Intérêt de la société	<ul style="list-style-type: none">• Obligations fiduciaires
<ul style="list-style-type: none">• Contrôles ex ante des offres d'achat	<ul style="list-style-type: none">• Contrôle mixte (ex ante / ex post) des offres	<ul style="list-style-type: none">• Contrôles judiciaires ex post des offres d'achat

1. Les fondements théoriques du gouvernement d'entreprise et ses conséquences sur les offres publiques

(c) Réflexion sur quelques concepts

Qu'est-ce qu'une société ?		
Point de vue n° 1	Point de vue n° 2 (analyse juridique)	Impact sur les acquisitions
- Un « noeud de contrat » (investisseurs, management, salariés, fournisseurs, clients, etc)	- Les sociétés sont des entités légales - Toutes les règles juridiques sont des fictions. Il convient de choisir les fictions les	- Comment un « noeud de contrat » peut-il être transféré ?
Qui détient une société ?		
Point de vue n° 1 (finance)	Point de vue n° 2 (analyse juridique)	Impact sur les acquisitions
- Actionnaires - [Qu'en est-il des autres investisseurs] ?	- Les sociétés (en tant que entité légale ou contrat) ne sont pas possédées - Les actionnaires ont des droits contractuels transférables	- Conflit entre le point de vue de « la propriété » et (i) le squeeze-out (expropriation) et (ii) l'obligation de partager la prime de contrôle
Les sociétés sont-elles basées sur la « démocratie actionnariale » ?		
Point de vue n° 1 (finance)	Point de vue n° 2 (analyse juridique)	Impact sur les acquisitions
- Les actionnaires représentent le peuple, le management représente le gouvernement - Le gouvernement doit rendre compte au peuple	- La démocratie applique la règle suivante « une personne, une voix », les sociétés ne le font pas. - Les systèmes politique et les systèmes économique sont complètement différents	Qui devrait pouvoir prendre la décision finale sur les mérites d'une offre ?

2. Les intérêts protégés en cas d'offre publique

- L'offre publique, un mécanisme simple
 - Si la réglementation est complexe, c'est qu'il existe divers intérêts à protéger (Directive OPA)
- (a) L'initiateur
- Fondement : liberté d'acquérir
 - Exemples de modalités : (i) organisation du processus d'enchères, (ii) information donnée par la société cible.

2. Les intérêts protégés en cas d'offre publique

(b) Les actionnaires de la société cible

- Fondement : liberté de vendre
- Exemples de modalités : (i) offre obligatoire, (ii) information donnée par l'initiateur.

(c) La société

- Fondement : l'homéostasie
- Exemples de modalités : les défenses (UE / USA)

2. Les intérêts protégés en cas d'offre publique

(d) Les salariés

- Fondement : la création de valeur
- Exemples de modalités : (i) information, (ii) ambition de l'initiateur

(e) Les autres parties prenantes

- Fondement : (i) intérêt national, (ii) intérêt de l'économie

2. Les intérêts protégés en cas d'offre publique

- Exemples de modalités : (i) autorisations sectorielles, (ii) réglementation de la concurrence, (iii) information sur les projets de délocalisation
- Note : faible protection des autres parties prenantes, comme les créanciers, les sous-traitants, les fournisseurs et les clients.

3. Acteurs et processus en cas d'offre

3.1. Les acteurs

- En théorie, tous les administrateurs sont identiques.
En pratique ...

(a) Les administrateurs représentant des actionnaires significatifs

- S'il existe un bloc de contrôle (même minoritaire) : en pratique, ce bloc décide (impuissance du droit).
- Si le bloc ne donne pas le contrôle : alignement d'intérêt avec les petits actionnaires.

3. Acteurs et processus en cas d'offre

(b) Les administrateurs désignés par les salariés

- Vigilance particulière en cas d'offre (homéostasie)

(c) Les administrateurs "indépendants" ou non

- Les administrateurs indépendants sont gérants ... de quoi ? D'une prise de décision régulière par les autres administrateurs (au regard des intérêts de ces derniers) - mais qui contrôle leur décision ?
- Les autres administrateurs portent la mémoire et le projet de la société.

3. Acteurs et processus en cas d'offre

3.2. Les processus de coordination

(a) Information et engagements

- Relation initiateur / administrateurs de la société cible : comment résoudre le problème de la durée ?
L'information (en cours d'offre) est instantanée, la propriété (de l'initiateur post-offre) est éternelle ...
- Rôle du conseil : adresser cette contradiction

3. Acteurs et processus en cas d'offre

(b) Consensus et médiation

- Relation entre administrateurs : s'ils sont tous légitimement porteurs d'intérêts différents, aucune catégorie d'administrateurs ne doit être privilégiée.
- La recherche du consensus doit prévaloir ; en cas de divergence, des "médiateurs" (internes au conseil) peuvent être désignés.

3. Acteurs et processus en cas d'offre

(c) Décision et exécution

- Processus de décision : pluralité d'avis externes représentant les différents intérêts à protéger; transparence du processus
- Décision favorable à l'offre : exécution simple (décision collective et apport individuel à l'offre)
- Décision défavorable : mise en place de défenses, dans le respect de l'intérêt social et des règles applicables.

Contact :

Christophe Clerc

Partner, General Manager

Pinsent Masons LLP
23 rue Balzac
75008 Paris

T: +33 1 53 53 02 80

D: +33 1 53 53 08 64

F: +33 1 53 53 02 81

christophe.clerc@pinsentmasons.com

www.pinsentmasons.com

Pinsent Masons LLP is a top 75 global law firm with over 360 partners, 1,600 lawyers and more than 2,500 staff worldwide. It offers clients the full range of legal advice, no matter the size or location of their business. With offices in 17 locations across Europe, Asia and the Gulf it handles multi-jurisdictional matters and delivers effective commercial legal solutions appropriate for the local context.