



MIF PROGRAM

RESEARCH PAPER

Academic Year 2016 - 2017

CONFIDENTIEL

OPA hostile : les différents moyens de défense

Sophie Fu, Léa Soulier

Sous la supervision du Professeur Guillaume Vuilleme

R PUBLIC REPORT

X CONFIDENTIAL REPORT

Remerciements

Nous tenons à remercier pour leur grande contribution à ce mémoire :

M. Augustin d'Angerville, Vice Président chez JPMorgan Chase & Co., qui nous a fourni des informations précieuses sur le cas Vivendi Gameloft

M. Jeremie Marrache, Managing Director and Co-CEO des activités de Banque d'Investissement en France et en Belgique chez Goldman Sachs Paris Inc. & Cie, qui nous a grandement aidé pour la trame de notre mémoire

M. le Professeur Patrick Legland qui nous a gentiment transmis de nombreux documents

M. le Professeur Guillaume Vuillemeys pour sa supervision bienveillante

Table des matières

Bibliographie	Erreur ! Signet non défini.
Introduction	6
Les raisons de s'engager dans une OPA hostile, ou de résister à une OPA amicale	7
Stratégies préventives	9
Législatives et statutaires :	9
Séparer le pouvoir du capital :	9
Déroger au principe « une action, un droit de vote »	11
Avec les actions de préférences privées de droits de vote	11
Société de portefeuille	13
Les mesures à retardement : clauses de changement de contrôle	13
Le « parachute doré »	15
L'aspect multi juridictionnel d'une société	16
Stratégies basées sur l'actionariat :	16
Actionariat salarié	16
Communication	17
Les pactes d'actionnaires	17
Émissions de Titres aux Porteurs Identifiables	18
Dispositifs contre les prises de contrôle rampantes :	18
Les dispositifs de franchissement de seuils statutaires	18
L'Autorité des Marchés Financiers : un rôle de gendarme dans la détection des OPA hostiles	20
Changement législatif en faveur de la Cible : la loi Florange	21
Droit de vote double systématisé	21
Abaissement du seuil dit de « l'excès de vitesse »	22
L'introduction d'un seuil de caducité à 50% du capital ou des droits de vote	22
Abandon de la neutralité de principe du conseil	23
Rôle renforcé du comité d'entreprise	23
Relèvement du plafond d'attribution d'actions gratuites lorsque celles-ci sont attribuées à tous les salariés	24
Mesures en cours d'offre	24
Rachat d'action	24
Les poison pills	25
La vente des bijoux de la couronne	26
La stratégie du chevalier blanc et celle de l'écuyer blanc	26
Le paiement d'un « greenmail », suivi d'un accord moratoire	28
Présentation des acteurs et du contexte	29
Gameloft et la famille Guillemot	29

Famille Guillemot	29
Gameloft	30
Analyse financière de Gameloft	30
Vivendi et Bolloré	31
Vivendi, présentation rapide	31
L'arrivée de Vincent Bolloré	32
Rationnel et contexte de l'offre	33
Contexte de l'offre	33
Rationnel de l'offre	33
Déroulement de l'action	35
Conclusion	47

Bibliographie

Approche comparée des dispositifs anti-OPA en Europe à la lumière de la directive sur les OPA, Essec Research Center, Viviane de Beaufort

Article « Pills and Partisans: understanding takeover defences », University of Pennsylvania law review, février 2012

Article « Activists and Regulators », Rodgin Cohen, The M&A Journal, février 2014

Article « Hostile Activists: Collaborations between Shareholder Activists and Hostile Bidders », Jeffery B. Floyd, Stephen M. Gill et Kai Haakon E. Liekefett, The M&A Journal, juin 2014

Article « Key Takeover Defensive Measures: What Corporate Boards Should Know », Corporate Board Members Magazine, février 2012

Article « What you need to know before you receive an unsolicited offer », Franck Aquila, Krishna Veeraragavhan et Zachary Jacobs, The M&A lawyer Thomson Reuters, février 2013

Défenses anti-OPA, Panoramas 2013 des sociétés du CAC 40, Herbert Smith Freehills

Dispositif anti-OPA de la loi Florange, Option Finance n°1267, Fabien Millet avocat STC et Associés

Journal officiel de l'Union Européenne, 30/04/2014

Les défenses anti-OPA en droit français et en droit américain des affaires, Panthéon Assas research center, Eloïse Barbey

LOI n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, Legifrance.gouv

Mergers and Acquisitions, Alan J.Auerbach, 1987

Mergers and Acquisitions: hostile takeovers and strategies against them, University of Gothenburg Bachelor thesis, Samim Zarin et Eric Yang

Investment Banking, Wiley finance, Joshua Rosenbaum and Joshua Pearl

Introduction

Le 15 juin 2016, Vincent Bolloré, à la tête de Vivendi, compléta avec succès l'Offre Publique d'Achat (OPA) hostile éclair sur Gameloft, société française éditrice de jeux vidéo fondée par Michel Guillemot jusque là Président Directeur Général (PDG), qui se vit alors contraint de démissionner de son poste à la suite du rachat. Ce genre de nouvelle secoue la place financière et soulève des interrogations sur le rôle des autorités réglementaires et législatives, et sur l'efficacité des structures déjà mises en place. Depuis le 29 mars 2014, c'est la loi dite « Florange » qui fournit le principal cadre législatif en vigueur pour le traitement des OPA hostiles en France.

Avant tout, définissons les termes « d'OPA » et « d'OPA hostile ». Une OPA est une opération par laquelle un acteur, « l'Offrant », propose publiquement, via voie de presse ou tout autre média, de racheter les titres d'une société cotée, « la Cible », en échange d'espèces. L'offre se fait à un prix déterminé, généralement supérieur au cours de bourse de la société Cible, afin d'inciter les actionnaires à vendre leurs actions, et de permettre ainsi à l'Offrant de prendre le contrôle de la Cible. On distingue l'Offre Publique d'Échange (OPE) de l'OPA, car dans le cas de l'OPE, l'Offrant propose une rémunération en titres ou en obligations, et non en espèces. L'OPA est qualifiée « d'hostile » en opposition à « amicale », lorsque l'Offrant ne soumet pas son offre à l'approbation du management de Cible. Afin de distinguer ces deux cas de figure, et pour signifier le caractère non sollicité et adverse de l'offre hostile, nous qualifierons dans ce cas les Offrants de « Raiders ». Les opérations d'OPA hostiles sont par nature mal perçues par la Cible, le Raider n'ayant pas négocié avec le management afin de parvenir à un accord.

Notre sujet interroge donc les différents moyens de défense à disposition des sociétés afin de lutter contre les OPA non sollicitées. Nous travaillerons sur les trois aspects légaux, stratégiques et financiers de cette problématique. L'aspect légal ayant une dimension fortement nationale, nous nous limiterons géographiquement à la France sans oublier l'influence Européenne sur le droit national.

Par ailleurs, afin d'illustrer notre propos, nous étudierons dans une deuxième partie l'OPA hostile de Vivendi sur Gameloft. Nous soulignerons les spécificités de ce cas et les raisons du succès ou de l'échec des techniques employées, le tout mis en perspective avec le contexte de l'opération. Nous avons choisi cette OPA hostile car, dans la mesure où les deux acteurs sont français et que l'OPA est récente, l'opération correspond parfaitement à notre sujet tout en permettant d'illustrer les réformes légales et l'environnement actuel des OPA. La brutalité et la rapidité de la confrontation du géant Vivendi à un petit groupe familial fleuron de l'innovation française, a par ailleurs suscité des réactions fortes et constitue un événement financier marquant qu'il est passionnant d'analyser en détail et avec du recul. Enfin, l'implication de Vincent Bolloré, à la tête de Vivendi, nous permet aussi d'aborder la question de la nouvelle tendance de l'actionnariat activiste.

I. Les moyens de défense contre les OPA hostiles

1. Les raisons de s'engager dans une OPA hostile ou de résister à une OPA amicale

Une OPA hostile n'est pas une opération de fusion acquisition anodine, le Raider dans ce cas encourt beaucoup plus de risques que si l'opération se déroulait dans un contexte amical. Il nous semble donc important, dans un premier temps, de rappeler les risques en question et d'expliquer l'intérêt pour le Raider de poursuivre l'opération hostile malgré ceux-ci.

Les raisons de s'engager dans une OPA hostile recoupent celles de s'engager dans une OPA amicale. Il s'agit pour le Raider, aussi bien que pour l'Offrant dans le cas d'une OPA amicale, de mener à bien une opération qui doit créer de la valeur pour ses actionnaires; la combinaison de la Cible et du Raider doit avoir une valeur supérieure à celle de la Cible toute seule¹. Cette création de valeur survient de multiples façons dont nous ne prétendons pas faire la liste exhaustive dans ce rapport de recherche, mais nous en énumérons néanmoins quelques-unes. Une opération d'acquisition peut permettre d'obtenir une technologie particulière qui améliorera la chaîne de production de l'entreprise combinée, elle peut également permettre de mettre la main sur une usine dont le processus industriel permettra au Raider d'augmenter sa productivité, ou bien sur une marque connue du grand public qui fera augmenter les ventes du Raider par croissance externe. Une acquisition permet d'obtenir des parts de marché dans une géographie jusqu'ici non couverte par le Raider, ou bien de s'approprier une équipe de managers de talent dont la vision stratégique permettra un meilleur positionnement de l'entreprise combinée.

Quelles que soient les raisons stratégiques de l'acquisition, le but est qu'une fois le mariage consommé, il n'y ait pas eu de destruction de valeur pour les actionnaires du Raider. Or, lors d'une opération d'OPA hostile, ce risque est bien plus important que lors d'une opération d'OPA amicale. En effet, en amont tout d'abord, le risque d'échec de l'opération est beaucoup plus important. Si l'opération capote, toutes les ressources mobilisées pour la mettre en place sont perdues. Et en aval, le risque de surpayer les actifs de la Cible afin de faire tomber la garde de ses actionnaires est, de même, bien plus important que lors d'une opération amicale. Par ailleurs, il existe un risque d'un autre ordre, celui-ci non quantifiable, qui est le risque réputationnel encouru par le Raider. D'après les propos recueillis auprès d'Augustin d'Angerville, Vice Président chez JPMorgan Chase & Co.² : « Il est même très rare, en tant que banque conseil, d'accepter d'accompagner des clients dans une OPA hostile, on préfère s'associer à des entreprises sur le long terme, les accompagner et avoir des stratégies d'expansion M&A plus pacifiques. Pour ces raisons mêmes, les OPA hostiles relèvent de l'exception et il s'agit de ne pas surestimer leur importance. » Dans la plupart des cas donc, le Raider désire poursuivre une OPA amicale, et c'est seulement à cause de la résistance montrée par la Cible, ou même seulement perçue par le Raider sans qu'elle ne soit démontrée

¹ Propos recueillis le 27 février 2017 auprès d'Augustin d'Angerville, Vice Président chez JPMorgan Chase & Co.

² Propos recueillis le 27 février 2017 auprès d'Augustin d'Angerville, Vice Président chez JPMorgan Chase & Co.

lors du processus que, par défaut, l'offre devient hostile. Seulement dans de très rares cas est-il jugé souhaitable d'adopter d'emblée une approche hostile, lorsque par exemple le Raider désire remplacer entièrement l'équipe managériale de la Cible.

À l'inverse, il est également intéressant de comprendre pourquoi une société Cible d'une OPA hostile déciderait d'y résister. Cette question a fait l'objet d'un florilège de papiers de recherche, que nous résumons ici en deux principales causes.

Une première raison pour laquelle le management de la Cible serait amené à refuser une offre est que cette offre serait trop basse par rapport à la vraie valeur de la Cible. Cette inadéquation résulterait de l'asymétrie d'information à disposition respectivement de la Cible et du Raider. D'une part l'offre s'appuie sur l'information publique mise à disposition par la Cible au marché et aux investisseurs pour les méthodes de valorisation intrinsèque, complétée par l'historique des opérations comparables précédentes pour les méthodes de valorisation par analogie. Mais cette information ne reflète pas nécessairement la valeur de la Cible telle que son management et ses actionnaires la perçoivent. Ceux-ci disposent d'informations complémentaires non publiques leur permettant de se faire une idée a priori plus juste de sa vraie valeur. Or, il relève de l'obligation fiduciaire du management envers ses actionnaires que de refuser une offre qui n'irait pas dans le sens de l'intérêt de ces derniers. S'engage alors une bataille entre le Raider et la Cible pour une révision de l'offre à la hausse, ou pour un retrait de celle-ci. Le Raider peut décider de poursuivre son offre malgré les réclamations du management de la Cible, s'il est persuadé d'avoir une offre juste. Les différentes perceptions de la valeur de la Cible, grossie par l'asymétrie d'information à disposition des différents partis, fait naître des désaccords quant à sa valorisation et donc quant au prix de l'offre, qui devient alors sujet de discordance entre le management de la Cible et celui du Raider. Le Raider peut décider de poursuivre son offre sans le soutien du management de la Cible, donnant aux actionnaires de la Cible le dernier mot. Ceux-ci prendront leur décision de vendre ou de ne pas vendre leurs actions en toute connaissance de cause.

La seconde raison la plus souvent avancée est celle qui découle des conflits d'intérêts entre le management de la Cible et ses actionnaires; le problème du principal-agent (« agency theory » en anglais). Les instances managériales d'une entreprise et ses actionnaires ont souvent des intérêts diamétralement opposés quant à une offre d'OPA³. En effet, le management est à priori hostile à une OPA car elle menace ses fonctions et ses futures perspectives de carrière⁴. Cette crainte de se retrouver sans emploi n'est pas sans fondement, une étude menée aux États-Unis démontre que sur 1300 cadres victimes de licenciements, 32% d'entre eux l'avaient été à la suite d'une opération de fusion ou d'acquisition⁵. Au contraire, les actionnaires souhaitent que l'entreprise soit une Cible d'OPA car, d'une part, si celle-ci est un succès, ils recevront un premium, et d'autre part, car la possibilité d'une OPA est en elle-même un facteur d'alignement des intérêts du management d'une entreprise et de ceux de ses

³ « Pills and partisans: understanding takeover defenses » par Jordan M. Barry et John William Hatfield dans University of Pennsylvania Law Review Vol. 106 de février 2012

⁴ « Agency Theory, Managerial Welfare and Takeover Bid Resistance », The RAND Journal of Economics, Walking et Long, 1984

⁵ « Holding on in a takeover », Business Week, 27 septembre 1982

actionnaires. Les OPA sont d'autant plus probables que la Cible est une proie facile, c'est à dire sous-évaluée, comme c'est le cas quand son management ne la dirige pas correctement. Or le management est, pour les raisons que nous avons énoncées plus haut, a priori plutôt hostile à toute offre d'OPA. La menace d'une OPA assure donc que le management d'une entreprise la dirige le mieux possible et donc cela permet de rejoindre l'intérêt des actionnaires⁶. Le rôle du management dans la décision d'accepter ou de refuser une offre amicale, ainsi que les conséquences de cette décision en terme de création de valeur pour les actionnaires de la Cible, ont fait l'objet d'une littérature abondante. Pour résumer, nous retiendrons que les managers ont tendance à refuser une offre plus facilement que les actionnaires, car une acquisition menace leur intérêt personnel, au détriment de celui des actionnaires.

2. Stratégies préventives

A. Législatives et statutaires :

a) Séparer le pouvoir du capital :

i) Société en Commandite par Actions

La structure de Société en Commandite par Actions (SCA) est particulièrement adaptée à la défense contre une prise de contrôle hostile. L'actionnariat d'une SCA se divise en deux catégories d'associés avec des droits et des prérogatives bien distincts. D'une part, les commanditaires, qui « ont la qualité d'actionnaires », apportent du capital à l'entreprise et « ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports⁷ ». D'autre part, les commandités ont le statut de commerçant et sont responsables « indéfiniment et solidairement » des dettes de la société⁸.

Les commandités ont des prérogatives spéciales dont les commanditaires sont privés. Les prérogatives spéciales dont jouissent les commandités en font les véritables détenteurs du pouvoir de contrôle sur la société face aux commanditaires, même s'ils ne sont pas majoritaires au capital de l'entreprise. Ce sont les commandités, à l'unanimité, qui désignent les gérants de l'entreprise⁹. Notons néanmoins que la gestion des gérants est soumise au contrôle d'un conseil de surveillance composé d'au moins trois actionnaires commanditaires, et non commandités¹⁰. La deuxième prérogative majeure accordée aux commandités est un droit de veto sur toute modification des statuts de la société : « La modification des statuts exige, sauf

⁶ « The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence », The Journal of Financial Economics, Vol. 11, Richard S. Ruback et Michael C. Jensen, 1983

⁷ Article L226-1 du Code de commerce.

⁸ Article L226-1 du Code de commerce.

⁹ L'Article L226-2 du Code de commerce dispose que : « Au cours de l'existence de la société, sauf clause contraire des statuts, le ou les gérants sont désignés par l'Assemblée Générale ordinaire avec l'accord de tous les associés commandités. » L'Article L226-6 du même code précise que « L'Assemblée Générale ordinaire désigne un ou plusieurs commissaires aux comptes. »; il ne s'agit en aucune manière d'une Assemblée de commanditaires. Il est précisé que le gérant peut très bien être un associé.

¹⁰ L'article L226-4 du Code de commerce dispose que : « À peine de nullité de sa nomination, un associé commandité ne peut être membre du conseil de surveillance »

clause contraire, l'accord de tous les commandités¹¹ » ; et notamment : « La transformation de la SCA en société anonyme ou en société à responsabilité limitée est décidée par l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGE) des actionnaires, avec l'accord de la majorité des associés commandités¹². » Enfin, les actions des commandités ne sont pas librement cessibles : leur cession est subordonnée à l'accord de tous les commandités, ce qui renforce encore la stabilité du pouvoir de contrôle.

Ainsi, lors d'une OPA hostile sur une SCA, le Raider peut très bien acquérir les actions des commanditaires et, le cas échéant, la majorité du capital de l'entreprise, sans pour autant avoir acquis un pouvoir de contrôle sur la société, celui-ci restant aux mains des commandités qui désignent également les gestionnaires. Certaines entreprises ont même étendu par dispositions statutaires les capacités défensives de ce type de structure, notamment pour les SCA familiales, afin d'assurer la pérennité de la représentation de la famille parmi les associés commandités. Par exemple, il est précisé aux statuts de ces SCA familiales que le commandité peut être une personne morale, afin que la représentation de la famille au sein des commandités ne dépende plus d'une personne physique sujette à des disparitions et des événements imprévus, mais soit une personne morale par nature permanente. Cette disposition a permis à la famille Michelin de maintenir sa présence au sein des commandités malgré le décès d'Edouard Michelin en 2006 au jeune âge de 42 ans. Il n'y avait alors que deux commandités : la SAS Société Auxiliaire de Gestion (SAGES) et Édouard Michelin. « Grâce à la présence de la SAGES, la continuité familiale a pu être maintenue : en tant que commanditée celle-ci a choisie un nouveau gérant-commandité dans la famille (Michel Roulier)¹³. » Il est même possible d'inclure des clauses statutaires stipulant que les commandités ne peuvent être que des membres de la famille fondatrice. C'est le cas par exemple de la société Hermès, dont les statuts « prévoient notamment que seuls les descendants d'Emile Hermès et de son épouse peuvent être associés de cette SARL à capital variable, directement ou à travers des structures juridiques, leurs conjoints l'étant seulement en qualité d'usufruitiers de parts¹⁴ ».

Ce type de société ne concerne cependant plus qu'environ trois cents entreprises en France¹⁵, bien que certaines soient de très grandes entreprises françaises telles que Euro Disney, Michelin, Lagardère, Financière Pinault ou Hermès. La structure de la SCA a même failli disparaître du Code de commerce à trois reprises dans l'Histoire de France en 1838, 1966 et 1991¹⁶. Rare, la structure n'est pas non plus infaillible. Un Raider ayant pris le contrôle des commanditaires peut utiliser le peu de leviers de contrôle dont il dispose pour faire barrage à la bonne conduite des affaires de la société, rendant la gestion de l'entreprise très difficile et risquant même de provoquer une administration judiciaire « en refusant par exemple

¹¹ Article Article L226-11 du Code de commerce

¹² Article L226-14 du Code de commerce

¹³ « Les particularités de la SCA au regard des conflits d'agence », Patrice Charlier et Jean-Baptiste Cartier, Fiscalité, Droit et Sciences de Gestion, 4e Colloque international, Dec 2012, Marrakech, Maroc

¹⁴ « La commandite par actions, « une citadelle imprenable »? », Maître Laura Restelli-Brizard, l'AGEFI 9 décembre 2010

¹⁵ Statistique INSEE 2007 dans « Les particularités de la SCA au regard des conflits d'agence », Patrice Charlier et Jean-Baptiste Cartier, Fiscalité, Droit et Sciences de Gestion, 4e Colloque international, Dec 2012, Marrakech, Maroc

¹⁶ « Les particularités de la SCA au regard des conflits d'agence », Patrice Charlier et Jean-Baptiste Cartier, Fiscalité, Droit et Sciences de Gestion, 4e Colloque international, Dec 2012, Marrakech, Maroc

d'approuver les comptes ou en privant les commandités de toute rémunération jusqu'à s'opposer à des opérations exceptionnelles, et parfois nécessaires, comme une augmentation du capital social¹⁷ ».

ii) Déroger au principe « une action, un droit de vote »

Rappelons qu'en principe, chaque action est porteuse d'un droit de vote à l'Assemblée Générale (AG) de la société¹⁸. Lors d'une OPA hostile, le Raider réussit à s'emparer du contrôle de la société Cible en dépit de l'opposition de ses instances dirigeantes justement grâce aux droits de vote attachés aux actions qu'il acquiert. Plus l'actionnariat d'une société est éclaté, plus il est donc facile de s'emparer de son contrôle malgré l'opposition de son Conseil d'Administration (CA). L'entreprise peut limiter autant que faire se peut les émissions d'actions afin de préserver un actionnariat concentré, mais les augmentations de capital sont souvent nécessaires pour financer les investissements de l'entreprise en préservant une structure capitalistique viable entre dette et fonds propres. Il ne reste qu'une solution à cet égard, celle de déroger au principe « une action, un droit de vote ».

1) Avec les actions de préférences privées de droits de vote

En France, l'article L228-11 du Code de commerce autorise la création d'actions dites « de préférence¹⁹ ». Ces actions sont assorties de droits particuliers de toutes natures dont les attributions précises sont définies dans les statuts. En principe, elles peuvent donc être assorties ou non d'un droit de vote. Les actions de préférences privées de droit de vote sont donc un moyen d'assurer le financement de l'activité de l'entreprise tout en préservant le pouvoir de contrôle de son actionnariat existant, et donc en limitant la vulnérabilité de l'entreprise à une OPA hostile, le cas échéant. Cette flexibilité est cependant restreinte. D'une part, l'émission d'actions de préférence doit être soumise au vote des actionnaires réunis en AGE²⁰. D'autre part, les actions de préférences ne peuvent représenter plus de 50% du capital social des sociétés non-cotées, et 25% du capital social des sociétés cotées selon l'article L228-11 du Code de commerce.

2) Avec les actions à droit de vote double

Avec les actions de préférence, l'entreprise est capable de se financer sur les marchés sans que les nouveaux actionnaires aient le moindre pouvoir de contrôle sur sa gouvernance puisque les actions émises sont privées de droit de vote. Les actions à droit de vote double

¹⁷ « La commandite par actions, « une citadelle imprenable »? », Maître Laura Restelli-Brizard, l'AGEFI 9 décembre 2010

¹⁸ L'article L225-122 du Code de commerce dispose que « chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite. »

¹⁹ L'article L228-11 du Code de commerce dispose que « Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent. » Il est bon de noter que « Le droit de vote peut être aménagé pour un délai déterminé ou déterminable. Il peut être suspendu pour une durée déterminée ou déterminable ou supprimé. »

²⁰ L'article 228-12 du Code de commerce dispose que « L'Assemblée Générale extraordinaire des actionnaires est seule compétente pour décider l'émission et la conversion des actions de préférence au vu d'un rapport spécial des commissaires aux comptes. »

permettent elles aussi de favoriser un actionnariat concentré, non pas en privant les nouveaux actionnaires de leurs pouvoir de contrôle, mais en renforçant celui des actionnaires historiques, présumés davantage long-termistes, par rapport à celui des actionnaires plus récents. L'article L225-123 du Code de commerce modifié par la loi n°2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle (dite « Loi Florange ») dispose qu'un droit de vote double est systématiquement attribué à toute action « pour [laquelle] il est justifié d'une inscription nominative²¹ depuis deux ans au nom du même actionnaire ». Lorsqu'un actionnaire détient une action nominative depuis au moins deux ans et bénéficie à ce titre de droits d'attributions d'actions gratuites en cas « d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission » par la société, les actions auxquelles il souscrit bénéficient elles aussi d'un droit de vote double systématique, cette fois attribué dès leur émission.

Cet article de la loi Florange est la concrétisation d'une recommandation du « Pacte pour la compétitivité de l'industrie française » (dit « Rapport Gallois ») visant à soustraire les politiques d'investissement des entreprises françaises aux obligations de résultats souvent court-termistes exigées par leurs actionnaires sur les marchés, par un rééquilibrage du pouvoir de contrôle de ces derniers en faveur de l'actionnariat stable « qui jou[e] le long terme²² ». Cette mesure doit également permettre de lutter contre les prises de participation rampantes et les OPA hostiles. Les actionnaires de long terme sont supposés donner la priorité à la réalisation d'un gain s'inscrivant dans un horizon long en adéquation avec le cycle de création de valeur de la société, plutôt que celle d'un gain de court terme. Ils sont donc censés céder moins facilement aux sirènes d'une OPA hostile qui elle poursuit une stratégie dite « rapace ». Le commanditaire d'une OPA hostile destructrice de valeur parviendrait donc moins facilement à prendre le contrôle de la société puisque celui-ci serait concentré dans les mains d'actionnaires moins motivés par l'appât du gain que soucieux du sous-jacent de l'offre. De plus, il serait plus facile pour la société Cible de faire voter en AG des mesures anti OPA hostile, que ce soit en amont ou en aval de l'offre.

L'efficacité de cette loi reste cependant limitée, d'abord parce que les statuts de la société peuvent prévoir une clause contraire votée en AG. En date du 17 avril 2015, dix-huit des trente-six sociétés qui constituent l'indice du CAC 40 s'étaient déjà soustraites au système du droit de vote double grâce à une telle clause statutaire²³. Ensuite, parce que la force défensive de la mesure en elle-même est contestée. Il n'est pas certain qu'un actionnaire, même historique, renonce à souscrire à une OPA attractive par fidélité à la Cible, ni que la perspective de la conservation du droit de vote double soit suffisamment incitative sachant qu'il ne lui permet plus d'exercer une quelconque influence sur le management de la Cible en cas de succès de l'offre.

²¹ Les actions d'une société cotée peuvent être « nominatives » ou « au porteur ». L'identité des titulaires d'actions nominatives figure aux registres de la société, alors que l'identité des titulaires d'actions au porteur n'est pas connue de la société. Les actions d'une société non cotée sont obligatoirement nominatives.

²² Rapport Gallois, paragraphe 2.1.a « Assurer un environnement favorable à l'investissement en France : reconnaissance, stabilité, visibilité »

²³ « Droits de vote double : un bon calcul pour l'État », un article du Monde Économique par Audrey Tonnelier en date du 17 avril 2015.

b) Société de portefeuille

Un moyen efficace pour éviter l'éclatement du contrôle entre plusieurs actionnaires est le regroupement d'un certain nombre d'actionnaires dans une seule et même holding, dite « société holding pure » ou « société holding passive²⁴ ». Cette structure est particulièrement pertinente pour les entreprises familiales, afin d'éviter que le contrôle exercé par la famille ne soit dilué par l'éclatement de l'actionnariat entre les héritiers. Leurs voix étant regroupées dans une unique entité, les décisions de gestion prises à la majorité au sein de la famille pèseront de tout le poids de la holding au CA de la société. Si une offre inamicale est déposée en l'absence d'un tel dispositif, une fraction minoritaire des actionnaires familiaux pourrait y céder, entraînant par là un changement de contrôle. Avec la société holding, le contrôle reste intact au sein du bloc familial.

Il faut cependant noter qu'un problème se pose lors du regroupement de l'actionnariat familial en holding. Il s'agit du dépassement du seuil de 30% du capital ou des droits de vote déclencheur d'une offre obligatoire, conformément à l'article 234-2 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'AMF). Cette situation a notamment été celle rencontrée par les héritiers actionnaires d'Hermès. L'actionnariat éclaté de la famille représentait en 2010 près de 63% du capital et 72% des droits de vote. Afin de regrouper leur actionnariat, ceux-ci ont déposé auprès de l'AMF le 3 décembre 2010 une demande pour « le transfert d'une partie de leurs actions Hermès à une holding qui détiendra[it] ainsi plus de 50% du capital et des droits de vote de la société [...] sous condition suspensive de l'obtention d'une décision de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les actions Hermès purgée de tout recours²⁵ ». Cette demande se fondait sur la possibilité d'accorder une telle dérogation dans le cas d'une « opération de reclassement, ou s'analysant comme un reclassement, entre sociétés ou personnes appartenant à un même groupe²⁶ ». Deux conditions nécessaires étaient réunies pour que cette dérogation s'applique : l'existence avérée d'un groupe familial, et le fait que l'opération ne modifie pas le contrôle final de la société. L'AMF a donc octroyé cette dérogation au groupe Hermès le 7 janvier 2011.

c) Les mesures à retardement : clauses de changement de contrôle

Dans l'hypothèse d'un changement de contrôle d'une des parties d'un contrat, une clause de changement de contrôle (ou « clause de circulation du contrat ») prévoit que la partie co-contractante puisse y mettre un terme ou se réserve le droit d'accepter le nouveau titulaire du contrôle. Ces clauses sont monnaie courante dans les pays marqués par le droit anglo-saxon, mais elles sont également assez fréquentes en France. Elles se retrouvent notamment dans les contrats commerciaux tels que ceux liants une entreprise à ses fournisseurs et/ou clients, les contrats de propriété intellectuelle tels que ceux liés à l'exploitation d'une marque, d'une licence, d'une franchise, d'un brevet, mais également dans les contrats financiers tels que

²⁴ *Les défenses anti-OPA en droit français et en droit américain des affaires*, Eloïse Barbet, Mémoire de Recherche Université Panthéon-Assas, Paris II

²⁵ « Dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société », AMF, 7 janvier 2011

²⁶ Article 234-9 7° du règlement général de l'AMF

les contrats de prêt. Puisque ces clauses sont de nature contractuelle, leurs rédacteurs sont entièrement libres de définir leurs termes exacts et de choisir leur degré de subtilité et de complexité. La notion même de changement de contrôle doit y être bien définie, ainsi que les obligations d'information liées à ce changement de contrôle et ses conséquences sur le contrat, afin d'éviter les interprétations contradictoires et les conflits qui en découlent habituellement. Un seuil de changement de contrôle peut être établi, par exemple à 25% des droits de vote. Les conséquences d'un changement de contrôle incluent, entre autres, la fin du droit d'exploitation d'un brevet ou le remboursement anticipé d'un prêt.

Les clauses de changement de contrôle relèvent de problématiques de droit complexes et leur utilisation comme moyen de défense anti-OPA doit rester prudente. Rappelons d'abord qu'en principe, le changement de contrôle de la société Cible n'affecte pas l'*intuitus personae*²⁷ caractérisant les contrats qu'elle a conclu puisque, même si son contrôle a changé, le contractant reste le même. En l'absence de clause de changement de contrôle donc, une entreprise victime d'une OPA hostile ne pourra pas invoquer ce principe pour annuler des contrats stratégiques convoités par le Raider afin de faire échouer l'acquisition²⁸. La jurisprudence a par ailleurs reconnu la validité de ces clauses, en se réservant toutefois l'appréciation de leur bienfondé. Si ces clauses sont justifiées dans des secteurs tels que la défense ou la pharmacie, où les investissements de recherche et développement sont considérables et les informations détenues hautement sensibles, leur légitimité est plus discutable dans des secteurs d'activité pour lesquels de tels enjeux n'existent pas. En ce sens, un arrêt de la cour d'appel de Paris²⁹ souligne que les clauses de changement de contrôle doivent s'apprécier « en recherchant si les contraintes qu'elles prescrivent sont nécessaires et proportionnées au regard de l'activité à l'occasion de laquelle elles ont été convenues ou si, à l'inverse, elles imposent, en elles-mêmes ou par l'usage qui en est fait, un contrôle superflu ou abusif ». En dépit donc d'une reconnaissance jurisprudentielle indéniable, « on ne peut [...] qu'appeler les praticiens à une certaine prudence quant à l'appréciation de l'efficacité réelle [comme moyen de défense anti-OPA] des clauses qu'ils pourraient rédiger, intégrant cette notion de changement de contrôle³⁰ ».

Ces clauses sont à manipuler avec d'autant plus de précautions qu'elles peuvent se retourner contre la société Cible elle-même. Si des difficultés ou une opportunité particulière incitent la société à accepter une offre d'achat amicale dans le futur, une clause de changement de contrôle pourrait mettre des bâtons dans les roues de la transaction, et détruire de la valeur pour les actionnaires de la Cible. Yahoo! en a fait l'amère expérience, lorsque sa recherche d'un repreneur s'est terminée par une vente très décevante au géant des télécommunications américain Verizon pour moins de cinq milliards de dollars en 2016³¹. La vente avait notamment été rendue difficile par l'existence d'une clause de changement de contrôle entre Yahoo! et

²⁷ *Intuiti personae* est une locution latine signifiant « en considération de la personne » et qui est notamment utilisée en droit pour qualifier une relation contractuelle entre deux personnes qui ne saurait être transposée à d'autres personnes.

²⁸ « Cession de contrôle et sort des contrats de la société cédée », Daniel Mainguy, Rev. sociétés 1996

²⁹ Cour d'appel de Paris, 25 janvier 1995, Société Polyfilla/Société Consortium SPSA

³⁰ « La validité des clauses de changement de contrôle », Alain Couret, Les Échos, 1er décembre 1995

³¹ « Yahoo Sells To Verizon In Saddest \$5 Billion Deal In Tech History », Forbes, 25 juillet 2016

Mozilla. En 2014, Yahoo! s'était engagé à payer 375 millions de dollars par an pour devenir le moteur de recherche par défaut du navigateur Firefox. Mais une clause de changement de contrôle dans le contrat stipulait qu'en cas de rachat de Yahoo!, Mozilla pouvait unilatéralement y mettre un terme et cependant exiger le paiement immédiat des 375 millions de dollars de revenus annuels prévus par le contrat jusqu'en 2019 (soit plus d'un milliard de dollars entre 2016 et 2019). Pour obtenir cette somme par l'acquéreur de Yahoo!, Mozilla devait prouver que le changement de contrôle nuisait à son image de marque et dégradait l'expérience client. Si Mozilla décidait de choisir un nouveau moteur de recherche par défaut, Yahoo! devait payer la différence entre le forfait payé par ce nouveau partenaire et les 375 millions de dollars annuels promis au départ. Cette clause a évidemment joué gravement en la défaveur de Yahoo! dans ses négociations avec les repreneurs potentiels³².

d) Le « parachute doré »

Les parachutes dorés (« golden parachutes » en anglais) sont des « rémunérations, indemnités ou avantages dus, ou susceptibles d'être dus, à raison de la cessation des fonctions ou postérieurement à celle-ci, à des dirigeants des sociétés cotées (président, directeur général, directeur général délégué et membres du Directoire)³³ ». De nature contractuelle, il peut être décidé de leur versement notamment en cas de changement de contrôle de l'entreprise, comme c'est le cas lors d'une OPA hostile. On les présente alors souvent comme un moyen de défense anti-OPA hostile, en ce qu'ils rendent l'opération encore plus coûteuse pour le Raider.

L'efficacité et la pertinence même de ces parachutes dorés comme technique de défense anti-OPA hostiles sont néanmoins à nuancer largement. Tout d'abord, parce que depuis la loi du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (abrégée « loi TEPA »), leur versement est strictement encadré. La loi TEPA interdit le paiement d'indemnités de départ qui ne soient pas soumises à des obligations de « performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société³⁴ ». La loi oblige à une totale transparence quant aux politiques de rémunération exceptionnelle des dirigeants. Les engagements liés à ces parachutes dorés doivent être soumis au vote de l'AG nominativement pour chaque bénéficiaire, et à chaque renouvellement de mandat. En aval, leur attribution doit obtenir l'autorisation du CA ou du conseil de surveillance qui vérifie la conformité aux conditions prévues. Ensuite, leur montant, bien qu'important à l'échelle d'une rémunération individuelle, reste souvent négligeable par rapport au coût total que le Raider est prêt à déboursier pour l'acquisition, de telle sorte qu'elle ne suffira pas à elle seule à l'en dissuader. En outre, la « soft law » incite à un plafonnement des indemnités de départ égal à deux ans de rémunération, parts fixes et variables incluses, avec, en plus, le caveat suivant : « Il n'est pas acceptable que des dirigeants dont l'entreprise est en situation d'échec ou qui sont eux-mêmes en situation d'échec ne la quittent avec des indemnités³⁵. »

³² « Yahoo Is Said to Collect Final Bids as Auction Nears Its End », The New York Times, 14 juillet 2016

³³ « La réforme des parachutes dorés dans les sociétés cotées », dossiers thématiques de l'AMF, 23 août 2007

³⁴ Article L225-90-1 du Code de commerce

³⁵ Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF, version du 23 mai 2016, recommandation 25.5.1

En l'absence de parachute doré, le management d'une entreprise peut être amené à s'opposer à une OPA pourtant créatrice de valeur pour l'entreprise et ses actionnaires, par crainte pour son emploi et sa position³⁶. En fait, les parachutes dorés sont davantage un moyen de réaligner les intérêts du management avec ceux des actionnaires de l'entreprise Cible afin que la décision de faciliter ou de refuser l'OPA soit plus juste, plutôt qu'un moyen de défense anti-OPA *stricto sensus*³⁷.

e) L'aspect multi juridictionnel d'une société

La cotation multiple, c'est à dire l'admission des titres d'une entreprise sur plusieurs marchés financiers, peut être un important moyen de défense anti-OPA hostile en ce qu'il complexifie considérablement le droit applicable à l'offre. Cette situation, qui non seulement rend la procédure longue et difficile, augmente aussi de manière non négligeable les frais liés à celle-ci. Ces éléments combinés sont un frein assez puissant pour une société souhaitant s'engager dans une OPA hostile qui, de par son statut, augmente déjà les risques liés à la procédure. Aucune société ne souhaite prendre part à un projet risqué qui s'annonce interminable et coûteux.

Ainsi en 2012, 32,5% des sociétés du CAC 40 étaient admises aux négociations sur plusieurs marchés financiers en même temps (ArcelorMittal, Axa, BNP Paribas, Danone, EADS, France Telecom, GDF SUEZ, Saint Gobain, Solvay, ST Microelectronics, Total et Unibail-Rodamco), ou avaient leur siège social à l'étranger (ArcelorMittal au Luxembourg, EADS, Gemalto et ST Microelectronics aux Pays-Bas, et enfin Solvay en Belgique)³⁸.

B. Stratégies basées sur l'actionnariat :

a) Actionnariat salarié

En France, il existe deux techniques qui permettent la création d'un actionnariat salarié.

La première consiste au rachat d'actions par la société. La société ne pouvant posséder elle-même les titres, ceux-ci sont ensuite redistribués aux salariés par attribution d'actions gratuites, par option d'achat ou enfin par participation au résultat, conformément à l'article L 225-208 du Code de commerce, qui dispose par ailleurs que : « Les actions doivent être attribuées ou les options doivent être consenties dans le délai d'un an à compter de l'acquisition. »

La seconde technique consiste à effectuer une augmentation de capital réservée aux employés. Cette augmentation de capital peut être effectuée par conversion des options

³⁶ « Agency Theory, Managerial Welfare and Takeover Bid Resistance », The RAND Journal of Economics, Walking et Long, 1984

³⁷ « Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth », Business Horizons, Pierce and Robinson, 2004

³⁸ « Défenses anti-OPA : Panorama 2012 des sociétés du CAC 40 », Herbert Smith Freehills

d'achats, c'est à dire en échange par les salariés d'un apport en numéraire. L'augmentation de capital peut aussi avoir lieu suite à une incorporation des réserves et bénéfices au capital, auquel cas la société distribuera gratuitement des actions à ses salariés.

La loi limite l'attribution gratuite d'actions à 10% du capital³⁹. Ce seuil peut cependant être relevé à 30% du capital si l'attribution gratuite concerne tous les salariés de l'entreprise sans distinction, et à condition que le nombre de titres attribués ne varie pas plus de 1 à 5 selon les salariés. Ce relèvement de seuil a été introduit avec l'objectif de créer un actionnariat de long terme, apte à faire front en cas d'OPA hostile. En effet, l'actionnariat salarié est un bon moyen de défense anti-OPA car il permet de constituer une base solide d'actionnaires avec des intérêts communs qui feront bloc contre le Raider si celui ne présente pas une stratégie d'acquisition solide, notamment en terme de conservation de l'emploi. De plus, si l'actionnariat de la société Cible doit conserver obligatoirement les titres distribués pendant un délai minimum, le Raider ne pourra pas les acquérir de manière immédiate et sera donc obligé de cohabiter même en cas de succès de sa prise de contrôle.

Cette année, dans le contexte de l'élection présidentielle, la Fédération Française des Associations d'Actionnaires Salariés et Anciens Salariés (FAS) a soumis aux candidats onze mesures ayant pour but de redynamiser l'actionnariat salariés⁴⁰. Celles-ci incluaient, entre autres, l'introduction de notions financières de base à l'école et le conseil automatisé aux épargnants salariés.

b) Communication

Cette stratégie de défense ne se base sur aucune action ou précaution légale, juridique ou règlementaire, et pourtant, elle est parmi les plus puissantes. Selon Augustin d'Angerville ; « La meilleure stratégie de défense est de montrer que la société vaut plus que ce qui a été offert par l'acheteur, que le prix d'achat est plus bas que la valeur intrinsèque de l'action⁴¹. »

Il a lui-même participé à la mise en place de cette stratégie en tant que conseil financier de Gameloft après la première offre de Vivendi sur l'éditeur de jeux vidéos.

À lui d'expliquer : « Chez Gameloft, cela s'est matérialisé par une stratégie de communication sur la valeur de l'entreprise. Après la première offre de Vivendi, une "journée investisseurs" a été organisée pour ce faire. Cela a efficacement permis de faire monter le cours de l'action et a donc obligé Vivendi à revoir son offre à la hausse⁴². » La communication est cruciale en tant que stratégie de défense contre une OPA hostile, mais il convient également de rappeler son importance en prévention d'une offre d'OPA : le management de l'entreprise doit être conscient qu'il est nécessaire de communiquer sur la valeur de l'action lorsque le titre est sous évalué.

c) Les pactes d'actionnaires

³⁹ Article L. 225-197-1 du Code de commerce

⁴⁰ « Onze mesures en faveur de l'actionnariat salarié », Le Revenu, 11 avril 2017

⁴¹ Propos recueillis le 27 février 2017 auprès d'Augustin d'Angerville, Vice Président chez JPMorgan Chase & Co.

⁴² Propos recueillis le 27 février 2017 auprès d'Augustin d'Angerville, Vice Président chez JPMorgan Chase & Co.

Le pacte d'actionnaires est une convention destinée à régler les rapports entre plusieurs actionnaires d'une société. Il contient des clauses relatives à la gestion de la société, à la composition de son capital et à la cession de ses titres par les actionnaires membres du pacte⁴³. Il vise à régir de manière cohérente les rapports entre les actionnaires afin de définir une action de concert visant à protéger leurs intérêts et celui de la société. Certaines clauses d'un pacte d'actionnaires peuvent alors être très efficaces dans le cadre d'une OPA hostile.

La clause de préemption donne aux associés un droit de préemption, c'est à dire un droit de préférence, afin d'acquérir les titres cédés par l'un des associés. En clair, si l'un des associés souhaite vendre sa participation, les autres associés du pacte d'actionnaires auront la priorité pour racheter sa part. Cette clause permet ainsi un contrôle sur la composition du capital en restreignant l'entrée d'un tiers.

La clause d'inaliénabilité peut aussi avoir un effet important dans la mesure où elle interdit à un associé de céder ses titres durant une période déterminée. Tout comme la clause de préemption, elle garantit une certaine stabilité de l'actionariat.

d) Émissions de Titres aux Porteurs Identifiables

Les deux grandes classes d'actions d'une société cotée sont les actions inscrites au nominatif (l'identité du titulaire de l'action est connue de la société) ou au porteur (l'identité du titulaire de l'action n'est pas connue de la société).

En réalité, l'article L228-2 du Code de commerce autorise que les statuts de la société émettrice prévoient la possibilité d'exiger du titulaire du portefeuille d'action de lui communiquer un certain nombre d'informations sur les détenteurs de titres au sein de ce compte. On parle alors de Titres aux Porteurs Identifiables (TPI). Les informations récupérables incluent, entre autres, le nom, la nationalité, l'adresse postale ou électronique ainsi que la quantité de titres détenue par chacun des détenteurs de titres au sein du portefeuille.

Cette mesure est une précaution simple qui permet d'identifier les candidats à une offre d'OPA hostile ou de prise de contrôle rampante, avant même le franchissement des différents seuils de contrôle légaux tous les 5%. Ces informations ont cependant un coût, ce qui explique que les sociétés ne les réclament pas tout le temps. Au sein des sociétés du CAC 40, seuls les statuts de trois d'entre elles (7,5%) ne font pas mention de cette possibilité⁴⁴.

C. Dispositifs contre les prises de contrôle rampantes :

a) Les dispositifs de franchissement de seuils statutaires

⁴³ « Les clauses du pacte d'actionnaire », Le-droit-des-affaires.com

⁴⁴ ArcelorMittal et Solvay (dont les sièges sociaux sont situés au Luxembourg et en Belgique respectivement), ainsi que Michelin (SCA), « Défenses anti-OPA : Panorama 2012 des sociétés du CAC 40 », Herbert Smith Freehills

Il existe bien évidemment des obligations légales de déclaration de franchissement de seuils de prises de participation au capital. Celles-ci sont détaillées à l'article L233-7 du Code de commerce et concernent les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33%, 50%, 90% et 95% pour « toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert ». Lors du franchissement des seuils de 10%, 15%, 20% et 25% du capital ou des droits de vote, la personne acquéreuse est également « tenue de déclarer [...] les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir ». Le contenu de cette déclaration est précisément détaillé, la personne acquéreuse doit rendre public : « les modes de financement de l'acquisition; si elle agit seule ou de concert; si elle envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre et d'acquérir ou non le contrôle de la société; la stratégie qu'elle envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre [...]; tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote; si elle envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance. »

Mais le même article offre également la possibilité de compléter ces seuils obligatoires par des obligations de déclaration de franchissement de seuils statutaires : « Les statuts de la société peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions du capital ou des droits de vote inférieures à celle de 5%. L'obligation porte sur la détention de chacune de ces fractions, qui ne peuvent être inférieures à 0,5 % du capital ou des droits de vote. »

Les dispositifs de franchissement de seuils statutaires sont, avec la procédure des TPI, les dispositifs les plus utilisés par les sociétés du CAC 40, puisqu'en 2012, ils figuraient aux statuts de presque la totalité des entreprises en question⁴⁵. À titre d'exemple, AXA exige une déclaration de franchissement de seuil à 0,5% et tout multiple, à la hausse comme à la baisse, à effectuer dans un délai de cinq jours après le franchissement. ArcelorMittal exige une déclaration à 2,5%, 3% puis tous les 1% au delà de 3%, à la hausse comme à la baisse, à effectuer dans un délai de 10 jours de bourse suivant le franchissement⁴⁶.

Il faut cependant noter que l'imagination de certains conseils financiers a permis des prises de contrôle rampantes incognito grâce à l'utilisation d'instruments convertissables en actions tels que des options ou des equity-swap. La société Hermès en a fait l'amère expérience lorsqu'à la surprise générale, le 23 octobre 2010, LVMH annonça son entrée au capital du sellier français à hauteur de 14,2%, et 2,9% sous la forme d'actions convertibles (définitivement convertis le 26 octobre 2010⁴⁷), pour une participation totale de 17,1%⁴⁸. La montée au capital a débuté en 2008, lorsque LVMH, au travers de plusieurs filiales, conclut un contrat sur des instruments financiers à terme (Equity Linked Swaps⁴⁹) « portant au total sur

⁴⁵ Défenses anti-OPA : Panorama 2012 des sociétés du CAC 40 », Herbert Smith Freehills

⁴⁶ « Défenses anti-OPA : Panorama 2012 des sociétés du CAC 40 », Herbert Smith Freehills

⁴⁷ « Acquisition de titres Hermès International », Communiqué de Presse LVMH du 23 octobre 2010

⁴⁸ « LVMH déclare détenir une participation dans Hermès International », Communiqué de Presse LVMH du 23 octobre 2010

⁴⁹ Dans la « Décision de la commission des sanctions à l'égard de la société LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton » du 25 juin 2013, l'AMF détaille la nature des instruments financiers en question et le processus retenu de dénouement anticipé en actions Hermès : « L'ELS est un contrat à terme entre deux parties, par lequel l'une s'engage à transférer la performance réalisée par un

près de dix millions d'actions Hermès⁵⁰ » avec les banques Nexgen, la Société Générale et le Crédit Agricole⁵¹. Dans un entretien au Journal du Dimanche le 6 novembre 2010, Jean-Pierre Jouyet, alors président de l'AMF, regrettait que des failles dans la réglementation financière en vigueur aient permis à LVMH de rentrer au capital d'Hermès en secret, tout en rappelant que « le collège de l'AMF avait [...] proposé en 2008 d'élargir les déclarations de franchissement de seuil à tous les instruments financiers⁵² ». Il est important de préciser que les manoeuvres de LVMH ne sont pas restées sans conséquences, puisque dès le 5 novembre 2010, l'AMF a ouvert une enquête « relative à Hermès et LVMH, portant sur le marché des titres et l'information financière à partir du 1^{er} décembre 2007 », qui s'est conclue le 25 juin 2013 par une condamnation de LVMH à s'acquitter d'une amende de huit millions d'euros⁵³, un montant historique.

b) L'Autorité des Marchés Financiers : un rôle de gendarme dans la détection des OPA hostiles

Depuis 2006, la *soft law* confère au gendarme de la bourse lui-même, le pouvoir d'exiger de la transparence au sujet des projets d'OPA. Les articles 223-32 à 223-35 du Règlement Général de l'AMF portent sur « Les déclarations d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique d'acquisition. » L'AMF peut « demander aux personnes dont il y a des motifs raisonnables de penser qu'elles préparent, seules ou de concert [...] une offre publique d'acquisition, d'informer, dans un délai qu'elle fixe, le public de leurs intentions » par voie de communiqué de presse soumis au préalable à l'approbation de l'AMF⁵⁴.

Si les personnes en question déclarent ne pas avoir l'intention de déposer un projet d'OPA, il leur est interdit de procéder à une telle offre dans les six mois qui suivent cette déclaration, ni de se placer dans une position où elles seraient obligées de déposer une offre^{55,56}.

instrument financier, un indice ou un panier d'actions à l'autre qui, en contrepartie, verse un intérêt fixe ou variable. A terme, soit au dénouement en numéraire de l'ELS, le vendeur s'engage à verser à l'acquéreur la plus value si le cours du sous-jacent a monté ; dans l'hypothèse inverse, c'est l'acquéreur qui s'engage à verser au vendeur la moins-value. Généralement, le vendeur d'un ELS portant sur la performance d'un instrument financier déterminé, afin de se couvrir contre le risque de versement d'une plus-value, achète les titres de référence, s'il n'en est pas déjà le détenteur. Deux types de dénouement peuvent alors être envisagés, selon les termes du contrat : un dénouement en numéraire, avec versement de la plus-value ou de la moins-value, comme exposé ci-dessus, ou un dénouement en titres, ceux-ci étant transférés par le vendeur à l'acheteur, qui en devient le propriétaire. En l'espèce, les contrats conclus par LVMH lui permettaient « d'acheter économiquement » les titres Hermès sans avoir à en acquérir la propriété. » La décision d'un dénouement anticipé en titres a été prise lors du CA de LVMH le 21 octobre 2010, après accord nécessaire des banques et du CA de LVMH et sur les conseils de la banque Rothschild (projet Mercure) puis de la banque Lazard (projet Cézanne) : « Après quelques échanges entre les administrateurs, ces derniers, à l'unanimité, se sont prononcés en faveur d'un « dénouement par anticipation des contrats d'equity swap avec demande d'avenant pour obtenir la délivrance des actions en couverture acquises par les banques » ».

⁵⁰ « La chronologie de l'entrée de LVMH au capital d'Hermès », Challenges.fr le 27 juillet 2011

⁵¹ « Décision de la commission des sanctions à l'égard de la société LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton », AMF, 25 juin 2013

⁵² AMF : « La loi sur les seuils va être modifiée », entretien de Jean-Pierre Jouyet au JDD le 6 novembre 2010

⁵³ « Décision de la commission des sanctions à l'égard de la société LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton », AMF, 25 juin 2013

⁵⁴ Article 223-32 du Règlement Général de l'AMF en vigueur à partir du 7 mai 2017

⁵⁵ En accord avec les articles 234-2 et 234-5 du Règlement Général de l'AMF en vigueur à partir du 7 mai 2017, une offre publique d'acquisition obligatoire doit être déposée lors du franchissement du seuil de 30% du capital ou des droits de vote, ou, lorsque la participation augmente de plus de 1% en un an pour un actionnaire dont la participation serait comprise entre 30% et 50% du capital ou des droits de vote.

⁵⁶ Article 223-35 du Règlement Général de l'AMF en vigueur à partir du 7 mai 2017, qui autorise par ailleurs une dérogation à cette interdiction de déposer une offre dans les six mois suivants s'il est justifié de « modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées, y compris l'émetteur lui-même. »

Cette dernière restriction ne les empêche cependant pas de continuer à accroître leur participation, mais si celle-ci augmente de plus de 2%, elles doivent le déclarer publiquement et clarifier à nouveaux les objectifs poursuivis jusqu'à expiration du délai de six mois d'interdiction de déposer une offre⁵⁷.

Si les personnes en question reconnaissent poursuivre le projet de déposer une offre d'acquisition, c'est l'AMF elle-même qui décide de la date à laquelle celle-ci (ou sa version provisoire) doit être déposée. Si aucun projet n'est déposé dans les délais établis par l'AMF, les dispositions énumérées dans le cas précédant s'appliquent⁵⁸.

Ce dispositif est inspiré du « put up or shut up » du Panel on Takeovers and Mergers (PTM) britannique, organisme chargé d'établir la recevabilité des OPA sur la place boursière londonienne. Ce « dispositif de gestion des rumeurs⁵⁹ » est entré au Règlement Général de l'AMF en 2006⁶⁰, en réaction au fort soupçon d'OPA de PepsiCo sur Danone à l'été 2005, qui avait fait grimper le cours de bourse de Danone⁶¹. Il fut utilisé pour la première fois en 2007; François Pinault avait alors dû clarifier ses projets pour Suez. Depuis, d'autres grands groupes ont également été rappelés à l'ordre par le gendarme de la bourse : Vivendi, Altice, Bouygues et Alstom, pour n'en citer que quelques-uns.⁶²

D. Changement législatif en faveur de la Cible : la loi Florange

Pour rappel et mise en contexte, la promesse d'une loi Florange par le candidat à la présidence française François Hollande le 24 février 2012 visait initialement au maintien de l'emploi sur le territoire français en réaction à la menace de fermeture des deux hauts fourneaux de son usine de Florange par le groupe sidérurgique ArcelorMittal, propriété du milliardaire indien Lakshmi Mittal. Le second volet de la loi, un dispositif anti-OPA hostile visant à mettre en place des mesures en faveur de l'actionnariat de long terme⁶³ a été ajouté par les organes législatifs lors de la rédaction du texte qui fut finalement adopté le 29 mars 2014 sous le nom de loi « visant à reconquérir l'économie réelle ».

i) Droit de vote double systématisé

Comme expliqué ci-dessus (cf. I.2.A.a.ii), la loi Florange⁶⁴ attribue un droit de vote double systématisé aux actionnaires possédant de manière nominative leurs titres depuis plus

⁵⁷ Article 223-35 du Règlement Général de l'AMF en vigueur à partir du 7 mai 2017

⁵⁸ Article 223-33 du Règlement Général de l'AMF en vigueur à partir du 7 mai 2017

⁵⁹ « Les OPA : un nouveau cadre réglementaire », Conférence de presse de l'AMF du 10 octobre 2006

⁶⁰ Arrêté du 18 septembre 2006 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF, publié au Journal Officiel n°225 du 28 septembre 2006 page 14210 texte n° 12

⁶¹ « Un nouveau dispositif "anti-rumeurs" », Le Monde, Cécile Ducourtieux, 10 novembre 2006

⁶² « Comment le gendarme boursier gère les rumeurs », Les Echos, Laurence Boisseau, 26 mai 2014

⁶³ « Titre III : Mesures en faveur de l'actionnariat de long terme », LOI n° 2014384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

⁶⁴ Loi 2014-384, Legifrance

de deux ans. Cette mesure favorise ainsi les actionnaires historiques en leur attribuant plus de pouvoir sans qu'ils aient à augmenter leur participation.

ii) Abaissement du seuil dit de « l'excès de vitesse »

La réglementation en vigueur antérieurement à la loi Florange prévoit « qu'un actionnaire détenant entre 30% et 50% du capital ou des droits de vote d'une société ne peut augmenter sa détention de plus de 2% sur douze mois glissants, sous peine de devoir déposer un projet d'offre publique⁶⁵ ». La loi Florange réduit cette tolérance sur douze mois à 1 % du capital.

iii) L'introduction d'un seuil de caducité à 50% du capital ou des droits de vote

Si, à l'issue d'une OPA, l'initiateur de l'offre n'est pas parvenu à obtenir plus de 50% du capital ou des droits de vote, l'offre devient caduque. Cette mesure a pour objectif de lutter contre des stratégies de prise de contrôle rampantes qui permettent à l'initiateur d'obtenir le contrôle de fait de l'entreprise par une prise de participation au fil de l'eau sans payer de prime de contrôle, et donc sans rétribuer les actionnaires minoritaires de manière correcte.

Dans le cas d'une offre spontanée qui ne dépasserait pas le seuil de 50% du capital ou des droits de vote, celle-ci devient caduque de plein droit et les titres apportés sont restitués aux actionnaires (les ordres d'apport sont annulés)⁶⁶.

Dans le cas d'une offre obligatoire, les titres ne sont pas restitués mais l'initiateur se voit privé des droits de vote attachés aux actions acquises. Pour un initiateur dont l'offre obligatoire a été déclenchée en raison du franchissement du seuil des 30% du capital ou des droits de vote, celui-ci se voit privé des droits de vote au delà de 30% si son offre ne lui a pas permis de franchir le seuil des 50% du capital ou des droits de vote⁶⁷. Pour un initiateur détenant déjà entre 30% et 50% du capital ou des droits de vote et dont l'offre obligatoire a été déclenché en raison du franchissement du seuil de 1% par an (excès de vitesse d'acquisition), celui-ci se voit privé des droits de votes attachés à la proportion d'actions dépassant son actionnariat initial, majoré de 1% pour respecter le droit d'acquisition de 1% par an⁶⁸. Enfin, dans les deux cas d'offre obligatoire, l'initiateur ne peut plus continuer à augmenter sa participation sans en informer l'AMF et déposer une nouvelle OPA. S'il manque à cette obligation, les droits de vote attachés aux nouvelles actions acquises seront nuls⁶⁹.

⁶⁵ Communiqué de presse du 13 mai 2014 par l'AMF

⁶⁶ Article 5 - I de la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

⁶⁷ Article 5 - II. 1 de la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

⁶⁸ Article 5 - II. 2 de la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

⁶⁹ Article 5 - III de la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

iv) Abandon de la neutralité de principe du conseil

La loi Florange vient également bouleverser la loi du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition qui transpose la directive européenne du 21 avril 2004, et dont l'objectif était de mettre en place un cadre européen pour le droit des OPA. Cette loi avait transposé l'article 9, non-obligatoire, de la réglementation européenne qui introduit le principe de neutralité du CA. Dans les faits, cela signifiait que toute action initiée en cours d'offre par le CA de la Cible et susceptible de la faire échouer soit soumise à l'autorisation de l'AG des actionnaires, hormis pour la recherche d'une autre offre⁷⁰. La loi conservait en revanche le principe de réciprocité selon lequel le principe de neutralité ne vaut qu'entre entreprises qui appliquent ce principe; si l'initiateur, ou l'entité qui le contrôle, n'applique pas le principe de neutralité, la Cible n'est plus tenue de l'appliquer.

La loi Florange élimine purement et simplement cette obligation de respect du principe de neutralité. Désormais, le CA ou le Directoire peuvent « prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux Assemblées Générales dans la limite de l'intérêt social de la société⁷¹ ».

Il faut cependant noter que les entreprises disposent d'une marge de manoeuvre statutaire permettant de déroger à cette règle; les statuts peuvent prévoir que toute décision susceptible de faire échouer l'offre prise par le CA soit soumise au vote de l'AG (hors recherche d'une offre concurrente), et/ou que toute décision du CA ayant été prise avant l'offre, « qui n'est pas totalement ou partiellement mise en oeuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre doit faire l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'Assemblée Générale⁷² ». Ces dispositions peuvent être appliquées pour toute OPA, ou bien uniquement dans le cas où le principe de réciprocité est respecté⁷³.

v) Rôle renforcé du comité d'entreprise

Grâce à la loi Florange, la procédure de consultation du comité d'entreprise (CE) lors d'une OPA est renforcée et mieux encadrée.

Lorsqu'une offre a été déposée, l'employeur de la Cible doit immédiatement en informer le comité d'entreprise et désormais lui indiquer « si l'offre a été sollicitée ou non⁷⁴ ». Le comité d'entreprise dispose alors d'un délai d'une semaine pour auditionner l'initiateur de l'offre. Le texte détaille les sujets qui doivent obligatoirement être couverts par l'initiateur de l'offre lors de cette audition : « [L'initiateur] présente au comité d'entreprise sa politique industrielle et financière, ses plans stratégiques pour la société concernée et les répercussions de la mise en

⁷⁰ Article 12 de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition

⁷¹ Article L233-32 I du Code de commerce

⁷² Art. L. 233-33 I du Code de commerce et L. 233-33 II du Code de commerce

⁷³ Art. L. 233-33 III du Code de commerce

⁷⁴ Article 8 - I. 1 de la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

oeuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision de cette société⁷⁵. » Le CE bénéficie à présent de la possibilité de nommer un expert-comptable qui lui portera assistance et devra rédiger un rapport évaluant les politiques industrielles et financières proposées par l'initiateur, ainsi que leurs conséquences. L'expert-comptable dispose d'un délai de trois semaines à compter du dépôt de l'offre pour remettre ce rapport au CE.

Le CE dispose d'un délai d'un mois à partir du dépôt du projet d'offre pour émettre son avis. S'il n'émet pas d'avis ou ne respecte pas ce délai, il est réputé avoir été consulté. Il est important de souligner la publicité de ces rapports puisque : « L'avis du comité d'entreprise ainsi que le rapport de l'expert-comptable sont reproduits dans la note en réponse établie par la société faisant l'objet de l'offre ou, s'il y a lieu, dans la note d'information commune établie par l'auteur de l'offre et la société faisant l'objet de l'offre⁷⁶. » De plus, dans le cas où l'offre s'avèrerait réussie, l'initiateur est désormais tenu de rendre compte de l'application des engagements pris et des résultats obtenus devant le CE et son expert-comptable à l'issue des six, douze et vingt-quatre mois suivant la prise de contrôle.

- vi) Relèvement du plafond d'attribution d'actions gratuites lorsque celles-ci sont attribuées à tous les salariés

La loi Florange vient modifier l'article L225-197-1 du Code de commerce. Celui-ci autorise la distribution d'action gratuite existantes ou à émettre (par le CA ou le Directoire après acceptation de l'Assemblée Générale extraordinaire) aux salariés de l'entreprise dans la limite de 10% du capital social à la date de décision de leur attribution pour les sociétés cotées. La loi Florange introduit la possibilité de relever ce plafond à 30% du capital social « lorsque l'attribution d'actions gratuites bénéficie à l'ensemble des membres du personnel salarié de la société », « l'écart entre le nombre d'actions distribuées à chaque salarié ne [pouvant] être supérieur à un rapport de un à cinq⁷⁷ ».

3. Mesures en cours d'offre

A. Rachat d'action

Un moyen très efficace de se défendre d'une OPA hostile est tout simplement que la Cible, évidemment dans la mesure de ses moyens, lance elle-même une offre concurrente à celle de l'initiateur pour le rachat de ses propres actions. Pour ce faire, l'entreprise peut lancer une offre publique de rachat d'actions (OPRA). Une OPRA se présente sous la forme d'une offre rémunérée en espèces, ou bien en espèce et en action dans le cas d'une offre mixte, à laquelle les actionnaires sont libres de souscrire ou non. Elle s'adresse à tous les actionnaires sans exception, la société ne peut pas racheter ses propres actions à un actionnaire en

⁷⁵ Article 8 - I. 2 de la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

⁷⁶ Article 8 - I. 4 de la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

⁷⁷ Article 9 de la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

particulier et doit au contraire faire la même offre à tous ses actionnaires et les en notifier dûment⁷⁸.

Il faut noter que les OPRA sont des programmes strictement régulés, à la fois par le droit des sociétés et par la réglementation boursière. Outre les cas de rachat d'actions pour distribution d'actions gratuites aux salariés ou pour une réduction de capital motivée par des pertes, c'est l'article L225-207 du Code de commerce qui autorise une société à racheter ses propres actions. Selon les dispositions de cet article, c'est l'AG qui autorise le CA ou le Directoire à procéder au rachat d'un nombre déterminé d'actions pour les annuler. Cet article dispose que : « L'Assemblée Générale qui a décidé une réduction de capital non motivée par des pertes peut autoriser le Conseil d'Administration ou le Directoire, selon le cas, à acheter un nombre déterminé d'actions pour les annuler. »

L'accord de l'AG est nécessaire à la mise en place d'une OPRA, et donc la suppression du principe de neutralité du CA par la loi Florange ne suffit pas à permettre au CA de décider unilatéralement d'une OPRA comme moyen de défense contre une OPA hostile en cours d'offre. Ceci est clairement rappelé par l'article 231-40 II du Règlement général de l'AMF qui dispose qu'une société visée par une OPA hostile : « peut poursuivre l'exécution d'un programme de rachat d'actions pendant la période d'offre dès lors que la résolution de l'Assemblée Générale qui a autorisé le programme l'a expressément prévu et, lorsqu'il s'agit d'une mesure susceptible de faire échouer l'offre, que sa mise en œuvre fait l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'Assemblée Générale ». Ceci étant également valable en période de préoffre. Il y a deux autres limites légales à l'OPRA : sa taille ne peut excéder 10% du capital de la société, et sa durée ne peut aller au delà de 18 mois. Il revient à l'AG de fixer elle-même les modalités de l'OPRA dans le respect de ces restrictions⁷⁹. La société est enfin soumise à des obligations de publicité très précises détaillées dans le règlement général de l'AMF et qui incluent, entre autres, la publication d'un document explicitant les objectifs du programme de rachat d'actions⁸⁰.

B. Les poison pills

Les « poison pills » ou Bons à Souscription d'Action (BSA) en français donnent le droit d'acheter une ou plusieurs actions à un prix déterminé et à une échéance déterminée. Leur émission est gérée par l'Assemblée Générale extraordinaire des actionnaires, mais peut être déléguée au CA ou au Directoire. Le montant maximal de l'augmentation de capital ou le nombre de bons émis doit être fixé en amont.

Lorsqu'une société est visée par une OPA hostile, son Assemblée Générale extraordinaire peut alors décider d'une émission de BSA qui déclenche alors de facto une augmentation de capital. L'initiateur de l'OPA hostile sera pris de cours faute de pouvoir

⁷⁸ Article R225-153 du Code de commerce

⁷⁹ Article L225-209 du Code de commerce

⁸⁰ Article 241-2 du Règlement général de l'AMF

connaître en amont la structure du capital de la Cible. De plus, l'augmentation de capital rendra la société Cible plus chère à l'acquisition.

C. La vente des bijoux de la couronne

La vente des bijoux de la couronne (« sale of crown jewels » en anglais) est une stratégie de défense contre les OPA hostiles aussi radicale que rarement utilisée. Il s'agit pour la société Cible de vendre tout ou partie de ses actifs les plus stratégiques et convoités afin de faire perdre à l'OPA hostile son intérêt pour le Raider qui l'abandonne alors.

Mais comme la vente d'actifs stratégiques d'une société est une opération délicate et encadrée, elle est, dans les faits, très peu utilisée comme moyen de défense anti OPA hostile. En effet, la vente d'actifs est une opération de gestion qui revient aux instances managériales de la société qui doivent agir « dans la limite de l'objet social⁸¹ ». Or, la vente d'actifs stratégiques est très susceptible d'entraîner une modification de cet objet social; elle doit alors, le cas échéant, faire l'objet d'un vote en Assemblée Générale extraordinaire. De plus, s'il est prouvé *a posteriori* que par cette vente d'actifs stratégiques, les dirigeants de la société ont violé les statuts de la société (tel que l'objet social), ou commis une faute dans leur gestion, leur responsabilité civile peut-être engagée⁸². Du côté de la « soft law », le « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées » de l'AFEP-MEDEF de juin 2013 dispose que « même s'il ne s'agit pas d'une modification de l'objet social, le conseil doit saisir l'Assemblée Générale si l'opération concerne une part prépondérante des actifs ou des activités du groupe ».

La stratégie même de vente des bijoux de la couronne, en ce sens qu'elle vide la Cible de ses actifs substantiels, va à l'encontre de l'objet social de la société et est donc peu utilisée. Elle ne fait sens que dans le cas rare où la Cible est convoitée pour des actifs spécifiques qui ne sont pas pour autant essentiels à son activité.

D. La stratégie du chevalier blanc et celle de l'écuyer blanc

La technique du chevalier blanc (« White Knight » en anglais) consiste, pour la société victime d'une OPA hostile, à trouver un tiers parti, appelé chevalier blanc, désireux de présenter une contre offre à ses actionnaires pour l'acquisition d'une part de contrôle dans la Cible. Cette stratégie peut servir plusieurs objectifs de défense contre l'offre hostile.

Elle permet d'abord de faire jouer la concurrence afin de négocier de meilleures conditions d'acquisition, auprès du chevalier blanc comme auprès du Raider, ou même carrément, afin de faire capoter les deux offres à la fois. La Cible peut se mettre en quête d'un chevalier blanc pour négocier une offre amicale présentant des conditions d'achat plus avantageuses sur les plans par exemple du prix de l'offre, de la promesse de meilleures

⁸¹ Article L225-56, alinéa 1 du Code de commerce

⁸² Article L223-22, alinéa 1 du Code de commerce

synergies, du maintien de l'emploi ou du management, de protection de la propriété intellectuelle, etc⁸³.

Le dénouement classique de la quête du chevalier blanc est l'absorption de la Cible par ce dernier. Le rachat du laboratoire pharmaceutique californien Allergan par l'irlando-américain Actavis pour échapper à l'OPA hostile du canadien Valeante en 2014 en est une parfaite illustration. Le 10 juin 2014, le CA d'Allergan annonça dans un communiqué de presse le rejet unanime de l'offre de Valeante et son véhicule d'investissement Pershing Square qui valorisait le producteur du Botox à cinquante-trois milliards de dollars. D'après les instances dirigeantes d'Allergan, l'offre sous-évaluait significativement l'entreprise en négligeant ses remarquables perspectives de croissance des revenus et des profits, l'excellence de son positionnement stratégique et marketing, ainsi que la robustesse de sa politique de recherche et développement. D'autre part, elles estimaient que le positionnement stratégique peu probant de Valeante, sa croissance organique atone, et ses récents choix d'acquisitions contestables ne permettaient pas d'envisager la réalisation des synergies escomptées par le groupe canadien⁸⁴. Deux visions stratégiques aux antipodes s'opposaient dans cette bataille. D'une part, la vision du CEO d'Allergan depuis 1998, David Pyott, qui était parvenu à transformer le laboratoire ophtalmologique à la capitalisation boursière de deux milliards de dollars en laboratoire pharmaceutique spécialisé de premier plan ayant diversifié ses activités aux domaines de la neurologie et de la dermatologie. D'autre part le « deal-maker » Valeante dirigé par un ancien consultant de chez McKinsey, Micheal Pearson, qui, depuis sa création à l'issue de la fusion avec le canadien Biovail en 2010, s'était engagé dans une course effrénée aux acquisitions sur un modèle de croissance externe basé sur une stratégie de gonflement des profits par la réduction drastique des coûts. Après une bataille amère qui les a même menés devant la justice, l'animosité entre le management des deux entreprises, et notamment leurs CEO respectifs, étaient à son comble. Le management d'Allergan ne pouvait se résoudre à accepter l'offre de Valeante. L'inventeur du Botox a d'abord essayé d'acquérir lui-même un autre laboratoire afin d'atteindre une taille que Valeante ne pourrait absorber, mais sa principale Cible potentielle, Salix, spécialiste des traitements des maladies gastro-intestinales, s'est révélée insatisfaisante. La stratégie d'Allergan est alors devenue « tout sauf Valeante », s'engageant naturellement dans la quête d'un chevalier blanc⁸⁵. Finalement, c'est le laboratoire Actavis qui a joué ce rôle, en offrant soixante-six milliards de dollars pour Allergan, offre acceptée⁸⁶ par le management d'Allergan et sur laquelle Valeante a refusé de rencherir⁸⁷.

La stratégie de l'écuyer blanc (« White Squire » en anglais), est en tout point similaire à celle du chevalier blanc, à la différence que le tiers parti n'acquiert pas une part de contrôle mais une part minoritaire dans l'actionnariat de la Cible. Cette part minoritaire restant

⁸³ « *Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them* », Bachelor Thesis' of Samim Zarin and Erik Yang from Gothenburg School of Business, Economics and Law, Sweden, Printemps 2011

⁸⁴ « Allergan Board Unanimously Rejects Revised Unsolicited Proposal from Valeant », SEC archives

⁸⁵ « Allergan-Actavis deal follows battle for soul of pharma », The Financial Time, 17 novembre 2014

⁸⁶ « Actavis to Acquire Allergan to Create Top 10 Global Growth Pharmaceutical Company with \$23 Billion in Revenue », Company press release, 17 novembre 2014

⁸⁷ « Valeant Comments On Allergan Announcement », Company press release, 17 novembre 2014

suffisamment importante pour permettre de concentrer davantage l'actionnariat de la Cible, de façon à ce que le Raider ne puisse plus accéder à un pourcentage de contrôle dans la Cible.

E. Le paiement d'un « greenmail », suivi d'un accord moratoire

Après qu'un Raider ait acquis une influence notable ou une part de contrôle total dans la Cible, celle-ci peut encore reprendre les rênes en rachetant un bloc d'actions auprès du même Raider, et éventuellement auprès d'autres actionnaires, à un prix incluant un premium sur l'offre initiale faite par le Raider. Ce scénario se manifeste principalement lorsque les intentions de takeover du Raiders étaient davantage de réaliser un gain de court terme plutôt que de faire une acquisition stratégique. Le rachat du bloc d'action par la Cible auprès du Raider prend le nom de « rachat Cible » (« targeted repurchase » en anglais) ou bien de « greenmail », un néologisme formé à partir des termes « greenback » (une monnaie fiduciaire en circulation pendant la guerre de Sécession) et « blackmail » (chantage en anglais), en ce sens que les journalistes et commentateurs ont estimé que la pratique était un moyen pour de riches investisseurs ou entreprises de réaliser un profit au détriment de la Cible en brandissant la menace d'une OPA hostile. Très souvent, le greenmail est suivi d'un accord moratoire (« standstill agreement » en anglais) par lequel le Raider s'engage à ne plus racheter d'actions de la Cible pendant une durée donnée.

La pratique du greenmail a connu son apogée pendant la première moitié des années 80 aux États-Unis. Le financier le plus célèbre pour cette pratique est Sir James Goldsmith. Le 31 octobre 1986, il déclarait auprès de la SEC avoir acquis 11,5% des actions Goodyear Tire and Rubber Company et faisait état de son intention d'acquérir le contrôle du géant du pneu américain, et, le cas échéant, de recentrer ses activités sur son corps de métier⁸⁸. La crainte que le financier ne démantèle l'entreprise emblématique avait alors déclenché la colère de dizaines de petites villes industrielles américaines. Finalement, Goodyear rachetait les 11,5% de Goldsmith pour 49,50 dollars par action, soit un total de 619 millions de dollars pour ses 12,5 millions d'actions, et obtint de Goldsmith un accord moratoire d'une durée de cinq ans⁸⁹. Goldsmith aurait empoché quatre-vingt treize millions de dollars pour ce raid⁹⁰. Cette pratique a considérablement diminué aux États-Unis avec le vote en 1987 d'une taxe de 50% sur les profits réalisés par greenmail⁹¹. Les attaques de ce type sont donc moins fréquentes, mais du même coup le paiement d'un greenmail comme technique de défense anti-OPA hostile aux États-Unis est devenu moins efficace car moins intéressante pour le Raider.

Le paiement d'un greenmail a souvent été cité en exemple comme une manifestation flagrante de la divergence d'intérêts entre le management et les actionnaires. Le management détruirait de la valeur pour les actionnaires en sabotant des rapprochements stratégiques créateurs de valeur et en dilapidant la trésorerie de l'entreprise dans une tentative désespérée

⁸⁸ « 11.5% stake in goodyear reported by Goldsmith », The New York Times, November 1st 1986.

⁸⁹ « A Good Week, A Goodyear / Focus on Sir James Goldsmith's latest US corporate acquisition », The Financial Times, November 22, 1986

⁹⁰ «Goodyear buys out Goldsmith », The Financial Times, November 21, 1986

⁹¹ Excise Tax on Greenmail, Internal Revenue Services Form 8725

de maintenir leur position contre un changement de contrôle, à tel point que la législation américaine avait tenté de faire passer un loi ayant pour objectif de significativement restreinte la possibilité de paiement d'un greenmail⁹². Mais le paiement des greenmail dans le cadre d'une défense anti-OPA a tout de même ses vertus. Elle permet au management de l'entreprise, qui a toutes les cartes en main pour proprement valoriser le business et évaluer les éventuelles synergies consécutives à une OPA, d'éliminer sélectivement un acheteur dont l'offre n'était pas suffisamment créatrice de valeur pour les actionnaires de la Cible, de le signaler au marché et ainsi d'encourager d'autres acheteurs potentiels, d'autant plus susceptibles de s'intéresser à la Cible que l'environnement concurrentiel de rachat a été réduit, afin de formuler éventuellement une offre plus intéressante⁹³.

II. Vivendi vs Gameloft

1. Présentation des acteurs et du contexte

A. Gameloft et la famille Guillemot

a. Famille Guillemot

La famille Guillemot était à l'origine une famille de négociants agricoles. Le couple Guillemot eu cinq fils : Claude, Michel, Yves, Gérard et Christian.

Les frères Guillemot ont en commun la passion de l'informatique. C'est dans les années 1980 que tout commence, lorsque les aînés Claude et Michel décident de convertir l'entreprise familiale de négoce de produits agricoles en distributeur de jeux vidéo.

En 1984, les frères fondent Guillemot Corporation SA, société spécialisée dans la distribution d'accessoires pour consoles de jeux, puis Ubisoft est co-fondée par Yves et Michel en 1986. Michel fonde enfin Gameloft en 1999. Ubisoft est la première société de jeux vidéos des frères Guillemot. Elle est spécialisée dans les jeux pour PC et est à l'origine d'énormes succès commerciaux tels que les franchises « Lapins Crétins » et « Assassin's Creed ».

A la tête de ce groupe de sociétés se trouve la holding Guillemot Brothers SE qui est détenue à part égale (20%) entre les cinq frères. Cette équité se retrouve au sein du management du groupe où, malgré l'existence de seulement trois postes de Directeur Général, chacun des frères détient un poste d'administrateur ou de Directeur Général délégué, et gagne le même salaire.

Pour faire face aux besoins de financement, Christian, le financier du Groupe, introduit en bourse Ubisoft en 1996, puis Guillemot Corporation SA en 1998, et enfin Gameloft en 2000.

⁹² « The Tender Offer Reform Act of 1984 »

« Missing the Bottom Line on 'Greenmail' », by John C. Boland in The Wall Street Journal on July 25, 1984

⁹³ « Greenmail, white knights and shareholders' interest », Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, the Rand Journal of Economics, 1986

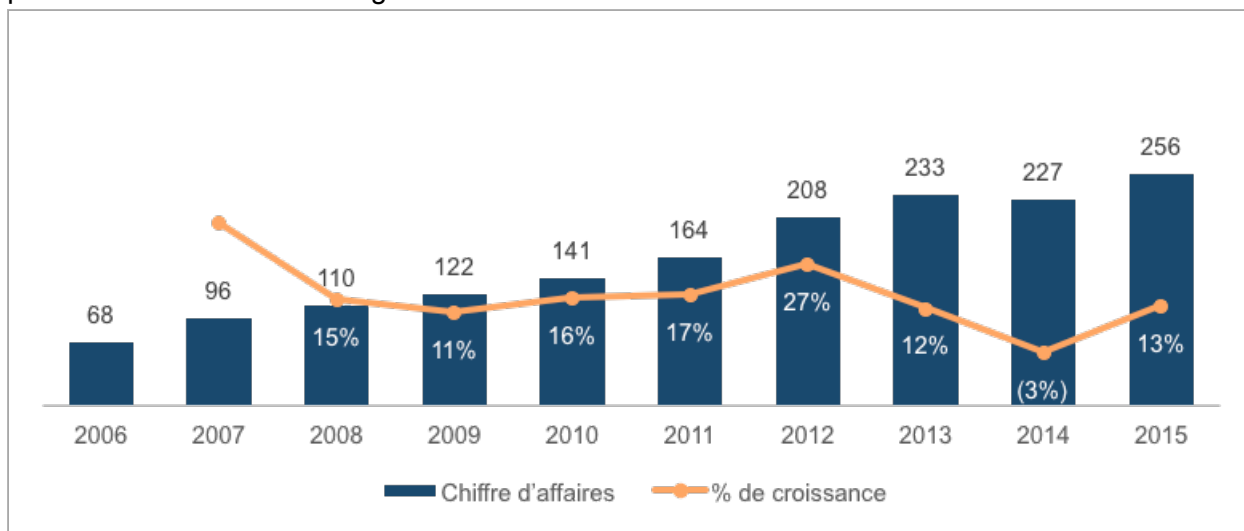
b. Gameloft

Gameloft est spécialisée dans le développement de jeux vidéo sur mobiles et tablettes. Gameloft fut fondée en 1999 par Michel Guillemot, qui avait auparavant co-fondé avec son frère, Yves Guillemot, la société de jeux sur PC Ubisoft. Michel Guillemot a su anticiper l'expansion des téléphones mobiles dès les années 1990, et sera donc précurseur dans le développement de jeux dédiés à cette interface. À l'époque où les technologies des smartphones étaient encore inconnues, il a pressenti que les mobiles allaient être le nouveau marché pour les jeux vidéo et la vente de contenu. Cette anticipation a permis à Gameloft d'être parmi les leaders du marché. L'entreprise fut à l'origine de nombreux succès commerciaux tels que les franchises Assassin's Creed ou Prince of Persia.

En 2015, Gameloft totalise 2,8 millions de téléchargements par jour dans plus de cent pays, et emploie plus de six mille personnes.

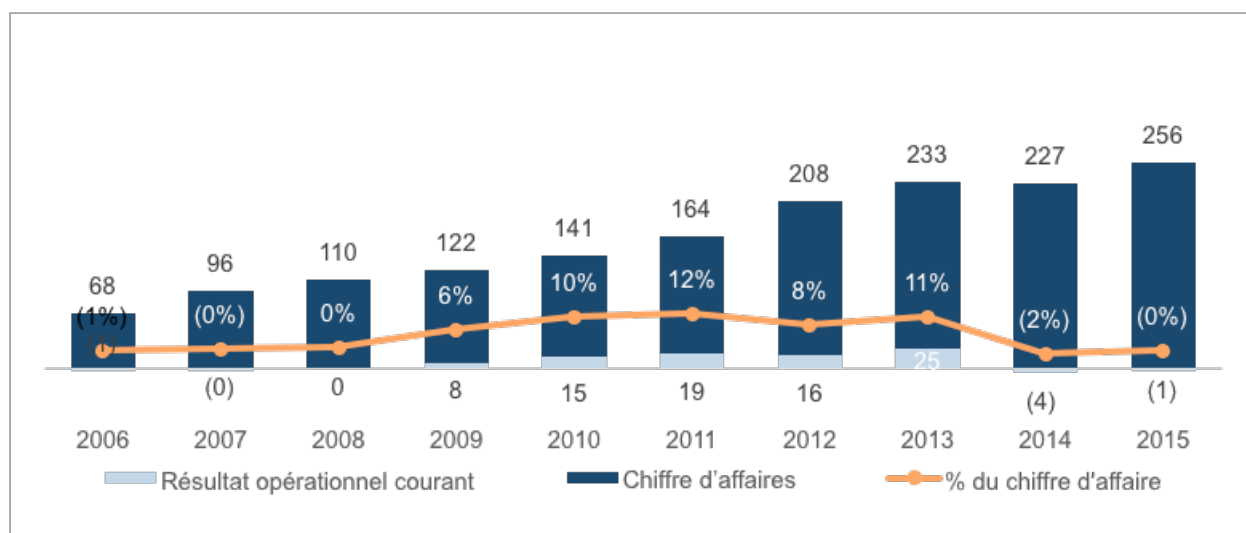
c. Analyse financière de Gameloft

Gameloft a su maintenir une forte croissance de son chiffre d'affaires entre 2010 et 2015, maintenant un taux de croissance moyen des revenus de 12,7% sur la période. En 2014 cependant, et pour la première fois depuis dix ans, les revenus de Gameloft ont chuté. Cette baisse de 2,6% d'une année sur l'autre s'explique principalement par la forte baisse de certaines monnaies telles que le Real brésilien, le Dollar américain, le Peso mexicain, le Peso argentin ou la Roupie indonésienne, face à l'euro. À taux de change constant, le chiffre d'affaire croît en effet de 1% entre 2014 et 2015. Mais la performance reste toujours faible par rapport à la croissance de 12% enregistrée entre 2012 et 2013. Cela s'explique par « la faible contribution des nouveautés de 2014 », avec seulement 13 nouveaux jeux publiés en 2014 contre 20 nouveaux jeux en moyenne historiquement, qui a plombé le résultat malgré « la remarquable performance du back-catalogue⁹⁴ ».



⁹⁴ Gameloft, Document de Référence 2014, page 23

Cette baisse des revenus, couplée à une mauvaise maîtrise des coûts, a affecté très négativement la rentabilité de Gameloft qui a enregistré des pertes de 6,4 millions et 24,2 millions d'euros en 2014 et en 2015 respectivement. Les sources de coûts les plus importantes sont les dépenses de Recherche et Développement (R&D) et celles de personnel. Les dépenses de R&D ont augmenté de 31,7% et 7,9% en 2014 et en 2015 respectivement, alors que les revenus du développeur étaient en baisse sur la même période. Les dépenses de R&D représentaient 63,0% et 60,3% du chiffre d'affaires en 2014 et 2015, contre 46,6% en 2013. S'ajoute à ces dépenses de R&D le coût très important du personnel de Gameloft. En 2014, le développeur de jeux vidéo sur mobiles comptait 6717⁹⁵ salariés, le nombre d'employés le plus élevé de l'industrie, et il a dû s'engager dans une politique de réduction des effectifs qui l'a conduit à supprimer 535 postes en 2015 pour n'afficher plus que 6167 salariés à la fin de l'année⁹⁶.



Si la rentabilité s'est dégradée lors des deux derniers exercices 2014 et 2015, la structure financière de Gameloft est restée très solide. La dette financière de long terme de Gameloft n'a jamais dépassé cent cinquante mille euros. Les analystes financiers qui couvrent Gameloft ont pu se montrer très sévère sur ses capacités à générer des revenus stables à long terme, mais sa santé financière n'a pas fait l'objet de telles critiques.

B. Vivendi et Bolloré

a. Vivendi, présentation rapide

Vivendi est une multinationale française travaillant dans la communication et le divertissement, notamment spécialisée dans la création de contenu. Depuis la cession de ses activités dans les télécoms et celle de sa participation dans Activision Blizzard, les activités du

⁹⁵ Gameloft, Document de Référence 2014, page 11

⁹⁶ Gameloft, Document de Référence 2015, page 30

groupe s'orientent autour des groupes Canal+ et Universal Studios.

A l'origine présent dans les services des collectivités territoriales sous le nom de Compagnie Générale des Eaux, le groupe se diversifie dans les nouvelles technologies à partir des années 1990. Cette diversification fut impulsée par Jean-Marie Messier, ancien associé de chez Lazard, arrivé à la tête du groupe en 1996 grâce à la nomination de l'ancien président Guy Dejouany. Le groupe est rebaptisé Vivendi en 1998 et se scinde en deux activités distinctes : Environnement et Communication.

De 1998 à 2002, Vivendi se désengage progressivement de ses activités traditionnelles tout en continuant son expansion dans les médias. En 2000, le pôle Environnement est introduit en bourse et Vivendi s'en désengage progressivement, ce pôle deviendra plus tard Véolia.

Vivendi connaît d'énormes difficultés financières entre 2002 et 2004, en partie à cause de sa taille et de sa diversification trop rapide et incohérente. Jean-Marie Messier est alors accusé d'avoir déraisonnablement multiplié les acquisitions dans un contexte de Bulle Internet. Son but était de faire de Vivendi un « champion de l'âge du digital » mais eut pour effet d'augmenter dramatiquement la dette de la compagnie. En juillet 2002, Jean-Marie Messier est contraint de démissionner de son poste de président, Vivendi est alors au bord de la cessation de paiement et affiche des pertes de plusieurs milliards d'euros.

Jean-René Fourtou est alors nommé président et engage le groupe dans un processus de dégrossissement qui passe par la vente de nombreux actifs. L'objectif est de se recentrer sur le secteur des télécommunications, de la télévision, de la musique et des jeux vidéos, avec entre autres la prise de contrôle de SFR, le rachat de Direct8 et Direct Star auprès du Groupe Bolloré, et la fusion de Vivendi Games avec Activision qui devient dès lors Activision Blizzard.

La stratégie de recentrage se poursuit plus tard avec la vente de Maroc Télécom et de la participation majoritaire du groupe dans Activision Blizzard (participation de 61% dont elle vend 49%). En 2014, SFR est revendu à Numéricable, ce qui permet au groupe de bénéficier de six milliards d'euros de liquidité pour faire de nouvelles acquisitions. Le groupe est désormais concentré sur les activités de médias et divertissement.

b. L'arrivée de Vincent Bolloré

Vincent Bolloré est un homme d'affaire français PDG du groupe familial Bolloré, dont il reprit la tête en 1981 alors qu'il se trouvait en grandes difficultés. En trente ans, il en fait un conglomérat international présent dans les secteurs de l'énergie, de l'agriculture, du transport, de la logistique, du fret maritime, de la publicité et même des médias. Par le biais de ses activités, en 2012 son groupe est présent dans 152 pays, emploie 55 000 personnes et réalise 10,2 milliards d'euros de chiffre d'affaires.

Après la revente des chaînes de télévision Direct8 et Direct Star par échange d'actions, Bolloré devient le premier investisseur de Vivendi. Le 24 juin 2014, il est nommé président de

Vivendi et remplace Jean-René Fourtou. Vincent Bolloré expose sa volonté claire de faire de Vivendi « un champion européen des médias et des contenus, détenant des positions fortes en France et en Europe du Sud, et portant des ambitions internationales⁹⁷ ». Pour cela, Vincent Bolloré continue le recentrage du groupe autour des activités de médias et de contenus. En parallèle, afin d'assurer la diffusion la plus large possible de ses contenus, Vivendi multiplie les partenariats avec des opérateurs télécoms et des plateformes numériques de streaming, notamment avec l'achat de 80% de Dailymotion.

C. Rationnel et contexte de l'offre

a. Contexte de l'offre

Selon la communication officielle de Vivendi « pour continuer à créer de la valeur, il faut accroître les résultats du groupe, donc investir et innover⁹⁸ » et en effet, force est de constater que le groupe a les moyens de ses ambitions.

En millions d'euros

Trésorerie et équivalents de trésorerie au 31 décembre 2014	6 845
Flux liés aux activités opérationnelles	87
Flux liés aux activités d'investissement	4 854
Flux liés aux activités de financement	(3 564)
Autres	3
Trésorerie et équivalents de trésorerie au 31 décembre 2015	8 225

Vivendi possédait plus de 8,2 milliards d'euros de trésorerie et équivalents de trésorerie au 31 décembre 2015 et plus de 6,4 milliards d'euros si l'on considère la trésorerie nette. Les 4,8 milliards d'euros liés aux activités de financement proviennent essentiellement de la cession de GVT, sa filiale de télécommunications brésilienne pour presque 4,2 milliards d'euros, ainsi que de la cession de 20% de Numericable-SFR pour environ 3,8 milliards d'euros. Ces deux flux importants compensent l'achat de Dailymotion qui a coûté 2 milliards d'euros au groupe.⁹⁹

Avec de tels montants de liquidités, Vivendi se doit de trouver des projets où investir sa puissance financière afin de continuer à créer de la valeur.

b. Rationnel de l'offre

Pour Vivendi, le projet d'acquisition de Gameloft s'intègre dans la stratégie constante du

⁹⁷ Site corporate Vivendi

⁹⁸ Rapport annuel 2015 de Vivendi

⁹⁹ Rapport annuel 2015 de Vivendi

groupe de développer un leader mondial des contenus et des médias¹⁰⁰.

En effet, on ne peut que noter la part importante des jeux vidéo sur le marché des loisirs numériques qui constitue l'un des principaux segments de l'industrie des médias. Les jeux pour mobiles, en particulier, représentent déjà près du tiers du marché des jeux vidéo. En terme de temps passé, les jeux sur mobiles sont les premiers et sont appelés à connaître l'une des plus fortes croissances de l'industrie. D'autant plus que cette croissance va être soutenue par le développement de la pénétration des smartphones et des tablettes sur tous les continents, plus particulièrement en Asie, en Amérique Latine et en Afrique. Le caractère immersif de ces jeux, leur consommation sous forme de courtes sessions et le fort engagement des joueurs offrent par ailleurs une opportunité pour les annonceurs publicitaires de toucher une large audience qualifiée.

Ainsi, l'acquisition de Gameloft permettra à Vivendi d'accentuer sa part de marché sur mobile et de profiter de ce marché en plein essor où il est encore peu présent. Gameloft lui permettra ainsi de s'imposer sur ce marché ultra-concurrentiel avec du contenu déjà reconnu et de qualité.

La création de nombreuses synergies sont attendues avec des filiales du Groupe. Telefonica et Telecom Italia, deux de ses filiales du secteur des télécommunications présentes en Europe du Sud et en Amérique Latine, sont les candidates pour le développement à l'international de Gameloft. Elles permettront notamment de profiter de la pénétration du mobile dans les pays émergents tels que le Brésil, le Mexique, ou l'Argentine. Par ailleurs, le site de streaming en ligne Dailymotion sera aussi source de synergies avec l'éditeur de jeux mobile. En effet, Vivendi pourra par exemple rassembler les informations utilisateurs collectées via ses différentes sources afin d'en faire profiter le groupe tout entier.

Les Guillemot de leur côté nient ces synergies en soulignant d'une part que 96% du chiffre d'affaires de Gameloft se fait déjà à l'international, et ne nécessite donc pas l'aide des filiales de Vivendi, et d'autre part, que l'esprit de Vivendi et de Vincent Bolloré ne sont pas du tout alignés sur les mêmes priorités excluant ainsi toute collaboration fructueuse. La famille Guillemot valorise énormément l'indépendance laissée à ses développeurs et son style de management très particulier. Yves Guillemot déclarait : « Dans le jeu vidéo, je ne connais pas une seule société qui fonctionne à l'intérieur d'un groupe de ce genre [en parlant de Vivendi ndr]. L'indépendance est à la base de notre modèle de développement pour rester créatifs et leaders. Elle nous a permis de générer une croissance forte et de créer des marques mondiales comme Far Cry, Watch Dogs ou Assassin's Creed. Nous sortons l'an prochain le film Assassin's Creed, une des cinq plus grosses productions de Hollywood en 2016. Nous investissons 500 millions d'euros par an, nous empruntons à des taux particulièrement faibles, nous avons une large palette de financements à notre disposition. Nous n'avons pas besoin des milliards de Vivendi. Le jeu vidéo est une industrie cyclique qui a besoin de stabilité¹⁰¹. »

¹⁰⁰ Communiqué de presse de Vivendi 14 octobre 2015

¹⁰¹ « Ubisoft - Guillemot parle de l'agression de Vivendi », Gamelove.com 30 octobre 2015

Par ailleurs, au regard de la sortie récente de Vivendi du monde des jeux vidéo via la vente d'Activision Blizzard deux ans plus tôt, cette acquisition semble assez surprenante.

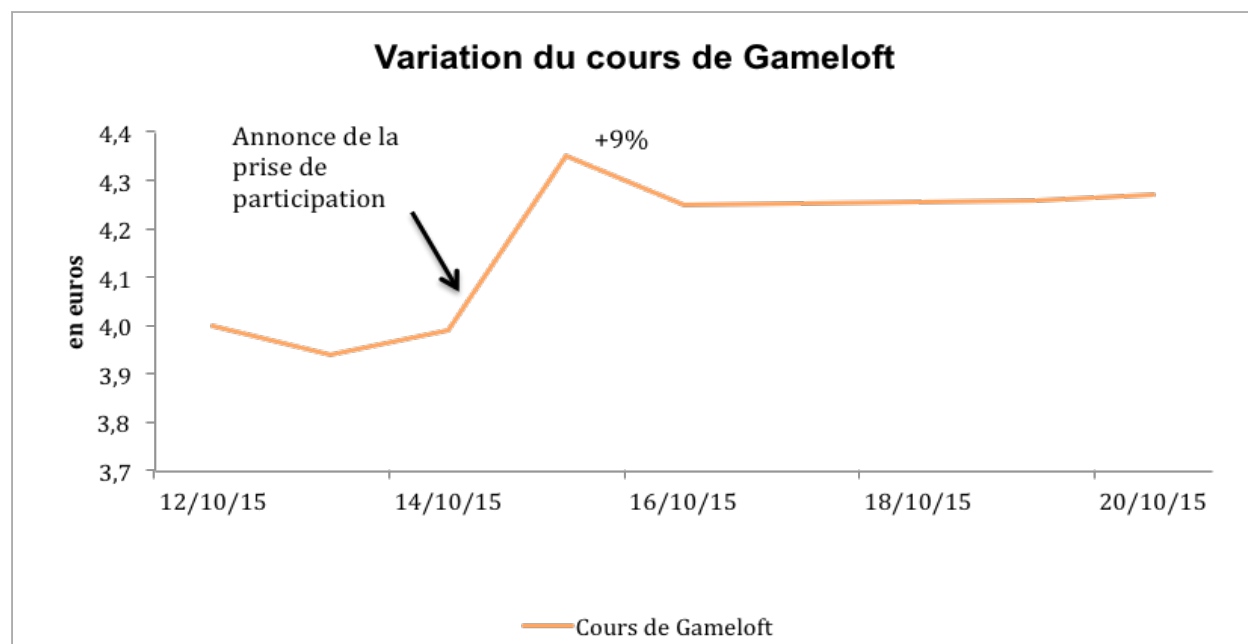
2. Déroulement de l'action

14-15-16 octobre 2015 :

Vincent Bolloré lâche la bombe. Via communiqué de presse, Vivendi annonce une prise de participation dans Ubisoft et Gameloft. « Dans le cadre du placement de ses liquidités, le groupe annonce détenir respectivement 6,6% et 6,2% d'Ubisoft et de Gameloft. Cette double prise de participation a porté sur 7,36 millions d'actions Ubisoft pour 140,3 millions d'euros et 5,24 millions d'actions Gameloft pour 19,7 millions d'euros. Sur les cinq dernières séances, Ubisoft et Gameloft gagnent respectivement 18,2% (à 24,93 euros) et 5,2% (à 4,25 euros)¹⁰². » Vivendi s'est invité au capital de ces deux sociétés de manière totalement inattendue.

Après l'annonce, le cours de Gameloft a augmenté de 9% et celui d'Ubisoft de 15% en seulement une journée, et des rumeurs sur une potentielle OPA se mettent immédiatement à circuler.

Il est évident aux yeux de tous qu'Ubisoft est le réel joyau de la famille Guillemot, comme le montre la hausse plus importante de son cours de bourse (15% vs. 9%). Mais la structure plus solide d'Ubisoft le rend plus difficile à prendre d'assaut. Ubisoft a de meilleurs résultats que Gameloft et entretient une relation bien plus forte avec ses actionnaires et ce, sans parler de son management plus reconnu. Bolloré décide donc d'attaquer l'empire Guillemot en commençant par la Cible la plus facile, c'est à dire Gameloft.



Source : Capital IQ

¹⁰² Communiqué de presse Vivendi 16 octobre 2015

Cette annonce surprend les marchés qui ne s'attendaient pas à cette décision, d'autant plus que Vivendi est sorti du marché des jeux vidéo deux ans plus tôt. En effet, en juillet 2013, Vivendi avait cédé 85% de sa participation dans Activision Blizzard, filiale issue de la fusion entre Activision et Vivendi Games. Une partie de ces actions (429 millions de titres) avait été rachetée par Activision Blizzard elle-même. L'autre partie (172 millions) avait été rachetées par un consortium d'investisseurs mené par le fondateur d'Activision Blizzard, Bobby Kotick, et son co-fondateur Brian Kelly. Le montant total de la transaction s'élevait à 8,2 milliards de dollars. Ce rachat d'actions avait fait baisser la participation de Vivendi de 61,1% à 12%. Vivendi perdait son statut de maison mère d'Activision Blizzard et sortait du secteur, Activision Blizzard étant sa seule filiale dans le secteur des jeux vidéo¹⁰³.

La famille Guillemot quant à elle, vit cette entrée dans leur capital comme une intrusion violente. Yves Guillemot, PDG d'Ubisoft, utilise le terme « d'agression »¹⁰⁴ pour parler de la prise de participation de Vivendi. Etant donné la réputation de Vincent Bolloré, les Guillemot ne peuvent que se sentir menacés et s'interroger sur les réelles intentions du nouveau CEO de Vivendi. En effet, Vincent Bolloré n'en est pas à son premier coup d'éclat. Il est connu pour ses raids rapides et efficaces sur Bouygues, Télécom Italia ou Havas pour n'en citer que quelques-uns. Yves Guillemot, dans une interview accordée aux Echos, s'exprime ainsi : « Nous avons le sentiment d'avoir vécu une agression. J'ai reçu un appel de Vincent Bolloré deux heures avant l'annonce de son entrée dans le capital d'Ubisoft. Il ne m'en a même pas parlé ! Cela a duré cinq minutes, il m'a juste conseillé de rencontrer Arnaud de Puyfontaine [président du Directoire de Vivendi, ndlr] pour parler des synergies possibles avec Ubisoft. J'ai dit « pourquoi pas » , je ne refuse jamais le dialogue, et nous avons convenu d'échanger le soir même. Entre-temps, nous avons reçu un mail de Vivendi nous indiquant qu'ils étaient montés à 6% dans notre capital¹⁰⁵. »

Ce témoignage de la part du dirigeant d'Ubisoft montre à quel point l'arrivée de Vivendi a été mal vécue, d'autant plus que la manière dont la prise de participation a été faite n'est que le début de ce qui sera à l'origine des profonds désaccords entre la famille Guillemot et Vincent Bolloré.

Dans les jours qui suivent et tout au long du processus d'acquisition, la famille réagit en augmentant sa part dans le capital de Gameloft et surtout, en augmentant sa part de droit de vote. Elle cherchera à deviner la stratégie de Bolloré et ses futures actions. Les possibilités de défense qui s'offrent à elle sont les suivantes :

1. Consolider sa part au capital de la société. Cette solution ne peut être qu'un repoussoir face aux montants de liquidités faramineux dont dispose Vivendi.
2. Grossir Gameloft, peut-être en faisant fusionner la société avec Ubisoft et ainsi rendre

¹⁰³ Communiqué de presse Vivendi 26 juillet 2013

¹⁰⁴ « Ubisoft - Guillemot parle de l'agression de Vivendi », Gamelove.com 30 octobre 2015

¹⁰⁵ « Ubisoft - Guillemot parle de l'agression de Vivendi », Gamelove.com 30 octobre 2015

l'acquisition plus coûteuse et difficile. Malheureusement, une fusion est un processus compliqué et long. De plus, Gameloft et Ubisoft aiment leur indépendance et auraient eu peu de synergies.

3. Rechercher un chevalier blanc qui rachèterait Gameloft à la place de Vivendi. Un partenaire industriel par exemple, serait un meilleur allié qu'un groupe comme Vivendi.

22 octobre 2015 :

« Vivendi augmente sa participation dans Ubisoft et Gameloft, les portant respectivement à 10,39% et 10,20%¹⁰⁶. » Vivendi ne s'exprime toujours pas sur ses intentions, même si celles-ci deviennent de plus en plus claires. Cette nouvelle prise de participation ne fait que renforcer la pression, d'autant plus que le groupe déclare ne pas s'interdire « d'augmenter sa participation et se réserve la faculté, le moment venu, de demander à être représenté à leur Conseil d'Administration¹⁰⁷ ».

De son côté, la famille Guillemot continue sa consolidation en rachetant des actions sur le marché tout en essayant, en parallèle, de trouver un éventuel chevalier blanc.

26 octobre 2015 :

Vivendi, dans un communiqué de presse, précise finalement ses intentions et déclare souhaiter continuer à monter au capital et être représenté au CA. Il n'écarte pas la possibilité d'un projet d'OPA : « Le Groupe envisage de poursuivre ses achats en fonction des conditions de marché. Ces achats n'ont pas été spécifiquement conçus comme une étape préparatoire à un projet de prise de contrôle de Ubisoft et Gameloft. Néanmoins, sur les six prochains mois, Vivendi ne peut pas écarter la possibilité d'envisager un tel projet¹⁰⁸. »

Cette formulation floue ne fait qu'augmenter l'animosité de la part de la famille Guillemot et accroître sa volonté de se battre contre cet invité indésirable.

2 décembre 2015 :

La course pour la montée au sein du capital de Gameloft continue sans relâche de chaque côté. La famille Guillemot continue à se renforcer et passe la barre des 25% de droits de vote pour détenir 16,63% du capital et 25,11% des droits de vote. Le groupe Vivendi détient 26,69% de Gameloft et a franchi les seuils symboliques de 20% le 1er décembre et 25% le 3 décembre.¹⁰⁹ Dans sa déclaration obligatoire à l'AMF, Vivendi indique qu'aucune décision n'a été prise concernant une potentielle OPA.

L'arrivée surprise et la montée extrêmement rapide de Vivendi au capital de Gameloft en seulement quelques mois ont en fait laissé très peu de temps à la famille pour réfléchir à une stratégie de défense réellement efficace. Ce qui explique que, jusque là, elle s'est contentée

¹⁰⁶ Communiqué de presse Vivendi 22 octobre 2015

¹⁰⁷ Communiqué de presse Vivendi 22 octobre 2015

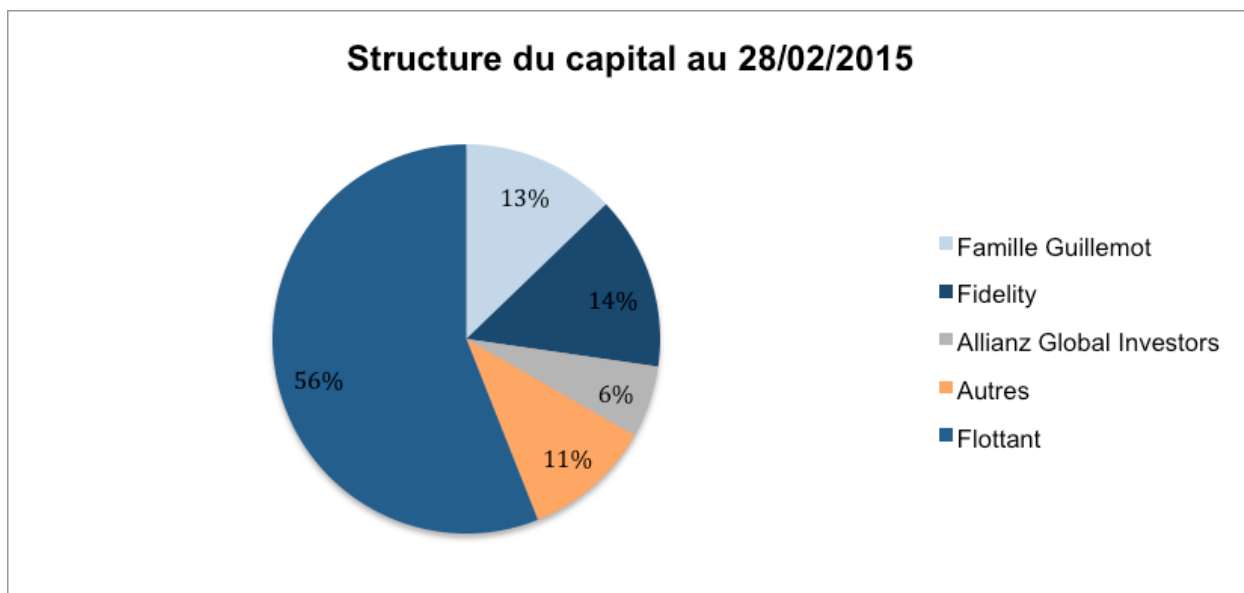
¹⁰⁸ Communiqué de presse Vivendi 26 octobre 2015

¹⁰⁹ Journal des OPA résumé octobre 2015

d'augmenter le nombre de ses actions possédées afin d'augmenter sa part de droits de vote qui est le point crucial dans toute OPA.

Concernant les droits de vote, lors de l'AG du 24 février 2000, Gameloft avait accordé le droit de vote double à tous ses actionnaires historiques avant l'introduction en bourse en juin 2000¹¹⁰. Le capital était alors principalement détenu par des membres de la famille.

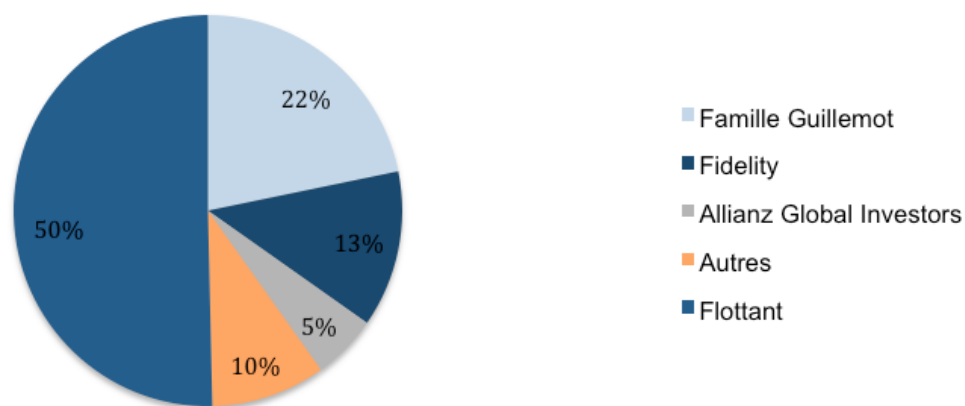
Comme nous pouvons le voir sur les graphiques ci-dessous, début 2015, le capital de Gameloft était alors assez fragmenté, ce qui n'est au demeurant pas inhabituel dans le secteur des jeux vidéo. La famille restait cependant l'actionnaire majoritaire, surtout en terme de pouvoir décisionnel, avec 22% des droits de vote contre 13% du capital.



Source : Rapport annuel Gameloft 2014 p77

¹¹⁰ Rapport annuel Gameloft 2014

Structure des droits de vote au 28/02/2015



Source : Rapport annuel Gameloft 2014 p77

Janvier – février 2016 :

Les mois de janvier et février ont été cruciaux pour cette bataille entre le géant Vivendi et la famille Guillemot. En effet, la vente du dernier bloc d'actions détenu par Vivendi dans son ancienne filiale Activision Blizzard, lui permet d'augmenter encore le montant de ses liquidités. La vente représente un produit net de 1,1 milliards d'euros et permet à Vivendi de récupérer un dépôt en liquide de 400 millions d'euros.¹¹¹

Les Guillemot ne peuvent lutter contre une telle puissance financière et leur stratégie de renforcement dans le capital présente ses limites. Ils s'activent donc de plus en plus à rechercher un chevalier blanc capable de faire une contre offre, et ainsi de les sauver de Vivendi dans l'éventualité finale d'une OPA hostile.

C'est pourquoi lorsque le 2 février, Gameloft annonce son partenariat avec le leader japonais d'édition de jeux Gungho Online Entertainment¹¹², les marchés voient cela comme le chevalier tant attendu de la famille. En effet, Gungho représente le partenaire idéal avec une grande expertise dans le domaine des jeux vidéo. De plus, un de ses actionnaires majoritaires est le géant Softbank qui est assez puissant pour contrer Vivendi. Sur le plan opérationnel, les deux sociétés sont proches, sans parler de leurs CEO respectifs qui sont tous deux les fondateurs de leur société et plus créatifs que managers. Le protocole d'accord définit les avantages de ce partenariat en ces termes :

- « Gameloft et GungHo coopéreront pour publier des jeux mobiles sur les marchés locaux et internationaux en profitant de l'expertise et de la présence des deux compagnies à travers le monde.

¹¹¹ Communiqué de presse Vivendi 15 janvier 2016

¹¹² Communiqué de presse Gameloft 02 février 2016

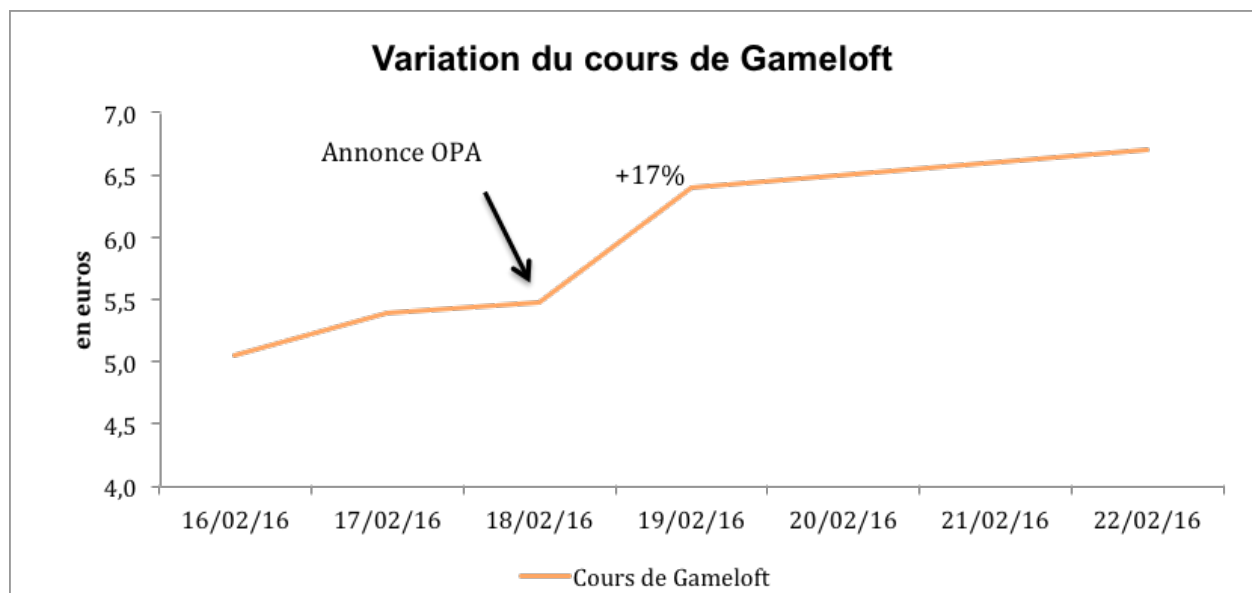
- Gameloft et GungHo collaboreront afin d'améliorer et développer l'expérience des utilisateurs et le design économique de titres choisis par les deux entreprises.
- Gameloft publiera certains de ses titres phares sur Playphone, la plateforme de jeux mobiles de GungHo.
- Plus généralement, GungHo et Gameloft exploreront de potentielles collaborations dans l'industrie du jeu et ses activités connexes en vue de synergies additionnelles. »

Pour la première étape de leur accord, Gameloft a accordé les droits exclusifs de distribution au Japon d'un de ses jeux phares : Disney Magic Kingdoms. Ces droits valent de l'or et prouvent la confiance mutuelle des deux sociétés.

18 février 2016 :

En réaction à cet accord, Vincent Bolloré décide d'accélérer le processus et franchit le seuil des 30% de détention de capital, ce qui déclenche automatiquement une OPA obligatoire dans le cadre de la loi française. Dans un communiqué de presse, Vivendi annonce alors officiellement son OPA hostile sur Gameloft.

« Suite au franchissement du seuil de 30%, le groupe de médias a décidé de s'emparer de l'éditeur de jeux vidéo en Offrant six euros par action. Ce prix, qui valorise Gameloft à 513 millions d'euros, fait ressortir une prime de 50,4% sur le cours du 14 février et de 22,9% sur la moyenne des six derniers mois. Gameloft, détenu à hauteur de 18,99% par le groupe familial Guillemot, fera part de sa réaction après la tenue de son Conseil d'Administration convoqué la semaine prochaine. En attendant, l'action a bondi, vendredi 19 février, de 16,79%, à 6,4 euros, soit 6,7% au-dessus du prix offert par Vivendi. Le marché s'attend donc clairement à une surenchère¹¹³. »



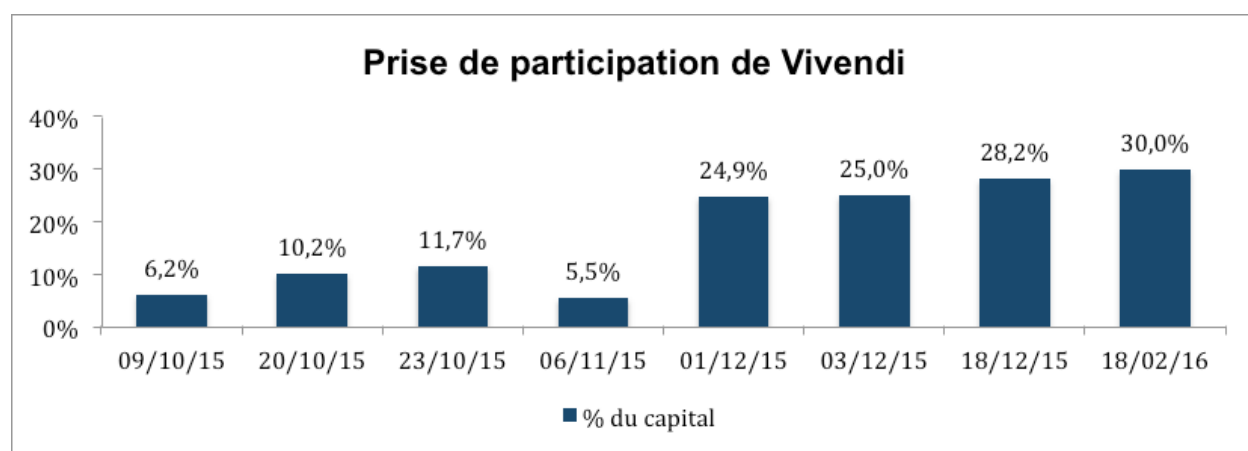
¹¹³ Communiqué de presse Vivendi 18 février 2016

Source : Capital IQ

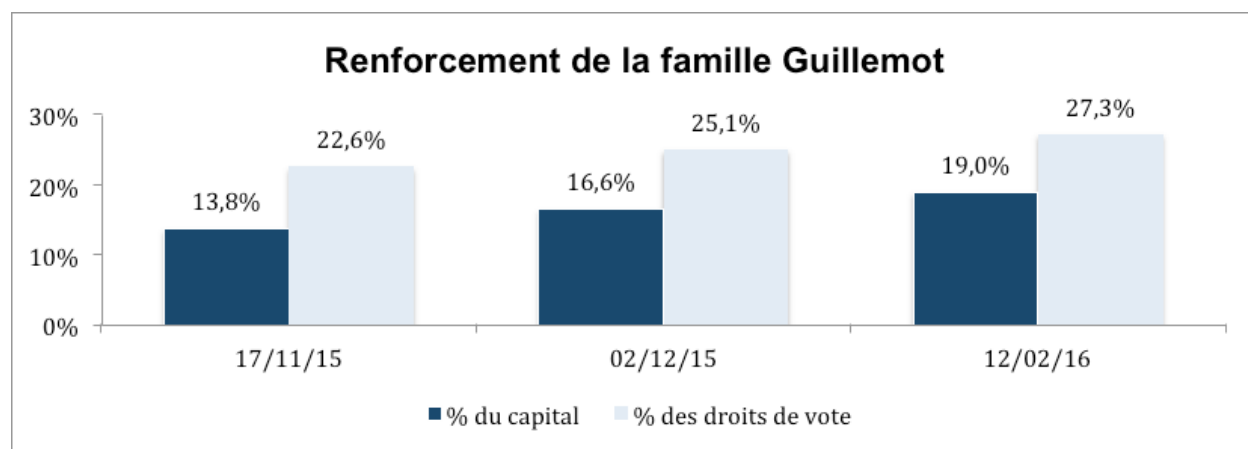
Globalement, la réaction des marchés va dans le sens de l'intérêt de la famille Guillemot. La majorité des brokers conseille aux actionnaires de ne pas soumettre leurs titres car le prix proposé est jugé trop bas. Cependant, certains rares broker comme Kepler Cheuvreux conseillent de soumettre leurs actions en raison de l'incertitude sur la capacité de Gameloft à générer des profits sur le long terme¹¹⁴.

24 février 2016 :

Le groupe familial Guillemot continue sa montée au capital. Il finit par franchir le seuil symbolique de 20% du capital de l'éditeur de jeux vidéo, avec 20,29% du capital et par ailleurs, 28,42% des droits de vote.



Source : Déclarations AMF



Source : Déclaration AMF

La bataille est de plus en plus difficile. La famille Guillemot doit lutter à la fois pour garder Ubisoft et Gameloft et ce, avec beaucoup moins de moyens que Vivendi.

¹¹⁴ « Vivendi's hostile bid: game over? », Charles-Louis Scotti, Kepler Cheuvreux, Gameloft Equity Research, 19 février 2016

Concernant Ubisoft, la famille décide de prendre des mesures préventives. Son CEO Yves Guillemot annonce dans la foulée un plan stratégique ambitieux pour 2018-2019 qui s'articule autour de trois grands axes¹¹⁵ :

- Augmenter la croissance des revenus de 60% comparé à 2015-2016
- Une marge opérationnelle de 20%
- Générer des cash flows stables d'environ 300 millions d'euros

La réaction des marchés semble supporter la famille et croire en elle, comme le démontre une croissance de 12% du prix de l'action suite à l'annonce du plan stratégique. Cela paraît être la preuve que les investisseurs préfèrent « suivre la famille Guillemot et croître avec eux plutôt que de suivre une compagnie dont les objectifs sont si différents des leurs » [d'après une interview de Yves Guillemot, ndlr]. La stratégie d'Ubisoft a visé à calmer les investisseurs en leur assurant de profiter de la croissance de la société grâce à une vision ferme et précise. Elle n'omet pas non plus les joueurs en leur assurant que la qualité des jeux resterait la même et les salariés en leur assurant la stabilité de leur emploi avec la promesse de garder Vivendi à l'écart à tout prix.

De son côté, Bolloré continue sa croisade en demandant une représentation au CA dès la prochaine AG.

En ce qui concerne Gameloft, la compagnie apprend l'annonce de l'OPA via la suspension de cotation du titre. C'est clairement un mauvais signal à envoyer de la part de Vivendi qui est déjà entré au capital de manière non désirée. Cependant, contrairement à Ubisoft, le lien entre le management de Gameloft et sa base d'actionnaires est plus ténu, en partie à cause de ses moins bons résultats. Ceci explique que sa ligne de défense est différente de celle d'Ubisoft¹¹⁶ :

- Optimisation opérationnelle avec la fermeture de certains studios peu rentables. Chaque fermeture est vécue comme une défaite, sans compter les employés qui se retrouvent licenciés. Mais cela reste plus enviable qu'un rachat par Vivendi selon Michel Guillemot qui explique que « Si Gameloft était rachetée, il y a des chances que les créatifs qui n'ont que la rue à traverser pour travailler ailleurs quittent l'entreprise¹¹⁷. »
- Toujours la montée au capital de la famille Guillemot afin d'avoir une meilleure représentation au CA

29 février 2016 :

Le CA de Gameloft soutient la famille et rejette aussi l'offre de Vivendi en estimant qu'elle est contraire aux intérêts des actionnaires, des salariés, des clients et que le prix offert ne reflète pas la valeur intrinsèque de la société.¹¹⁸

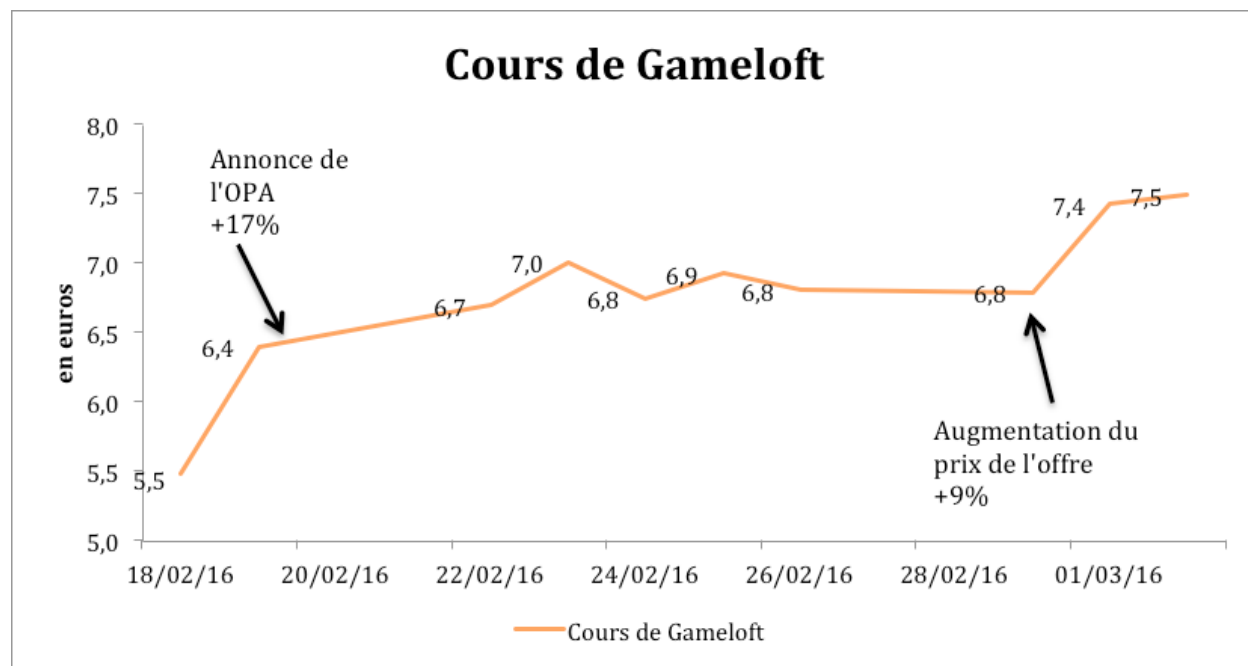
¹¹⁵ Communiqué de presse Ubisoft 18 février 2016

¹¹⁶ « Gameloft a multiplié sa perte par 4 en 2015 », Challenge 21 mars 2016

¹¹⁷ « Gameloft la descente aux enfers », Jeuxvideos.com 25 avril 2016

¹¹⁸ Communiqué de presse Gameloft 29 février 2016

Afin de convaincre les gros actionnaires de Gameloft, tels qu'Ambert Capital et Allianz Global Investors, de soumettre leurs actions, Vivendi surenchérit de 20% sur son offre et décide de relever son prix à 7,20 euros par action contre un prix initial de 6 euros.¹¹⁹ Il valorise désormais Gameloft 615 millions d'euros.



Source : Capital IQ

Le fait d'avoir relevé le prix de manière aussi rapide et automatique le jour-même où le CA de Gameloft rejette l'offre prouve que Bolloré souhaite réellement acquérir la société. De son côté, la famille Guillemot, continue de monter au capital et détient désormais 21,23% du capital et 29,26% des droits de vote.

18 mars 2016 :

L'AMF annonce que l'OPA de Vivendi sera finalement ouverte du lundi 21 mars au 10 mai après qu'elle ait été déclarée conforme. L'OPA est déposée par HSBC France, agissant pour le compte de Vivendi, au prix modifié de 7,20 euros par action.¹²⁰ Cela laisse donc un peu plus d'un mois à Vivendi pour convaincre les actionnaires et remporter l'offre. Elle sera cependant caduque si Vivendi ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la société supérieure à 50%. En dessous de ce seuil, Vivendi devra renoncer à l'opération et rendre aux actionnaires les titres qu'il aura perçu au cours de l'OPA.

¹¹⁹ Communiqué de presse Vivendi 29 février 2016

¹²⁰ « L'AMF valide l'OPA de Vivendi sur Gameloft, qui compte déposer un recours », Les Echos 18 mars 2016

Depuis la surenchère du prix de l'OPA, de nombreux analystes conseillent à la famille Guillemot d'abandonner Gameloft afin de sauver le joyau Ubisoft en utilisant les bénéfices perçus grâce à la vente de leurs titres. Cependant, Michel Guillemot et la famille toute entière ne veulent pas renoncer, et sont prêts à tout pour conserver leur indépendance et ne pas tomber dans le giron de Vivendi. Leur lutte pour Gameloft s'articule autour de trois actions :

- La déposition d'un recours contre la décision de conformité de l'AMF devant la Cour d'appel de Paris. Ce type de recours a généralement peu de chance d'aboutir mais permet de donner plus de temps à la famille Guillemot pour élaborer une stratégie.
- La prévision d'une journée « investisseurs » à Londres le 22 mars afin de permettre aux dirigeants d'exposer aux investisseurs leur stratégie et de les rassurer.¹²¹
- Le renforcement au capital, encore et toujours.

Pour Ubisoft, la famille cherche désormais ouvertement un chevalier blanc. Leur recherche se focalise sur le Canada et Montréal en particulier, qui est un centre important pour les gamers et aussi pour Ubisoft qui s'y est installée en 1997 et y emploie près de 3000 personnes sur 10000 dans le monde entier¹²². Le choix du Canada repose aussi sur un autre facteur : la recherche d'un partenaire en Europe serait trop difficile compte tenu de la puissance de Vivendi. Rares sont les groupes européens qui souhaiteraient s'engager dans une guerre sans merci avec un tel ennemi.

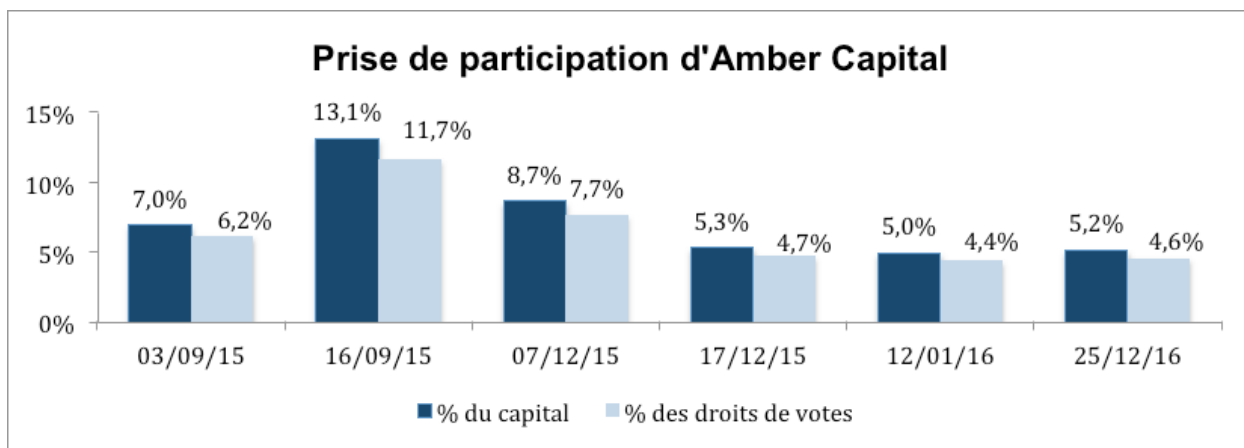
21 avril 2016 :

Parmi les actionnaires de Gameloft, Amber Capital est un des gros acteurs à convaincre et peut faire pencher la balance d'un côté ou de l'autre. Historiquement, Amber Capital est un fond d'investissement très présent, dont la participation avant l'annonce de l'OPA se caractérisait par sa volatilité. Amber Capital monte progressivement, en toute discrétion, au capital, via rachat d'actions jusqu'à la déclaration officielle de franchissement de seuil à l'AMF le 19 avril. Amber Capital détient désormais 14,62% du capital et 13,17% des droits de vote.¹²³

¹²¹ Communiqué de presse Gameloft 07 mars 2016

¹²² Site corporate d'Ubisoft

¹²³ « Amber Capital se renforce dans Gameloft et détient 14,7% de son capital », les Echos, 21 avril 2016



Source : Déclarations AMF

Les intentions d'Amber Capital ne sont pas claires, il se peut qu'il cherche à peser dans les négociations en devenant un troisième interlocuteur et ainsi flirter avec à la fois Gameloft et Vivendi afin de choisir le meilleur parti, celui qui maximisera ses retours. Il se peut aussi que le fonds souhaite simplement parier sur une troisième hausse du cours de bourse afin de revendre ses titres.

28 avril 2016 :

Gameloft met en place une stratégie plus agressive pour compliquer la prise de contrôle de Vivendi. En effet, la société renforce son dispositif de protection interne en ajoutant des clauses dans les contrats de travail de certains de ses salariés clés. Ces clauses prévoient les versements d'indemnités en cas de changement de contrôle. Si Vivendi prend le contrôle de Gameloft, les salariés souhaitant partir bénéficieront d'indemnités plus que confortables, en clair des « Golden parachutes¹²⁴ ».

Au total, ajouté aux avenants déjà existants, le montant total que pourrait payer Vivendi s'élève à 10,2 millions d'euros. C'est un montant relativement faible au regard du prix total de l'opération. La vraie valeur dissuasive de cette mesure repose dans le fait que si les créatifs de Gameloft quittent le navire, la société devient de fait beaucoup moins attrayante.

4 mai 2016 :

Le 25 mars, la famille Guillemot avait déposé un recours afin d'annuler la décision de conformité de l'OPA et une demande de sursis. Ce recours a été rejeté et la clôture de l'offre désormais fixée au 27 mai. Comme précisé plus haut, ce recours avait peu de chance d'aboutir et représentait avant tout une tentative désespérée de gagner du temps.

19 mai 2016 :

¹²⁴ « Gameloft muscle sa pilule empoisonnée salariale face à Vivendi », L'AGEFI 29 avril 2016

Face aux derniers événements, et surtout à l'arrivée surprise d'un troisième acteur avec Amber Capital, Vivendi annonce le relèvement automatique du prix de son offre à 8 euros.¹²⁵ Cette hausse du prix de l'offre intervient de manière assez inhabituelle car elle est due à l'achat d'un bloc d'action par Vivendi à 8 euros. Dans la précipitation et afin d'accélérer le processus, Vincent Bolloré a recours à cette technique afin de ne pas avoir à déposer un document à l'AMF.

La question n'est plus si Vivendi va acquérir Gameloft, mais elle est de savoir à quel prix. Même si les Guillemot continuent leur recherche de chevalier blanc et font tout leur possible pour bloquer Vivendi, chacune de leur mesure ne permet en réalité que de repousser le moment de l'acquisition. Dans le cas du chevalier blanc, la solution a besoin de temps pour se matérialiser.

Vivendi, vu sa puissance financière, adopte la meilleure approche en accélérant le processus pour attaquer de front Gameloft qui se retrouve démuni face à un tel acharnement, sans compter que la famille Guillemot se concentre davantage sur le sauvetage Ubisoft.

20-31 mai 2016 :

Suite au relèvement de l'offre, Amber annonce à l'AMF l'apport de ses titres à l'OPA.¹²⁶ Une bataille est perdue pour les Guillemot qui n'ont pas réussi à convaincre un de leurs gros actionnaires de rester. Il ne manque plus que 10,4% des droits de vote à Vivendi pour obtenir la majorité.

Dans la foulée le 31 mai 2016, Vivendi remporte finalement son OPA et détient 61,71% du capital et 55,61% des droits de vote¹²⁷. Encore une fois, Vincent Bolloré a prouvé ses talents de Raider et l'efficacité de sa stratégie. Le jour même, une lettre aux employés de Gameloft est publiée par Vivendi, le but de la lettre est clairement de charmer les employés et de se détacher de l'image de prédateur agressif qui lui a collé à la peau durant les mois qui ont précédé.

2 au 15 juin 2016 :

Le 2 juin, Michel Guillemot annonce sa démission qui sera effective le 29 juin date de la prochaine AG. Suite au succès de l'OPA, elle sera rouverte du 2 au 15 juin afin que Vivendi puisse acquérir au prix de 8 euros par action la totalité des titres restants.

La famille Guillemot à regret s'avoue vaincue et vend ses titres car « elle ne peut espérer de création de valeur d'un actionnaire majoritaire avec lequel elle est en profond désaccord sur la stratégie ». À l'issue de la réouverture de son OPA, Vivendi contrôle désormais 95,94 % du capital et 95,77 % des droits de vote de Gameloft SE.¹²⁸

29 juin 2016 :

¹²⁵ Communiqué de presse Vivendi 19 mai 2016

¹²⁶ Déclaration d'intention à l'AMF 20 mai 2016

¹²⁷ Communiqué de presse Vivendi 31 mai 2016

¹²⁸ Communiqué de presse Vivendi 20 juin 2016

La veille, le CA a décidé de démissionner en bloc mais, pour faciliter la transition, a accepté de nommer Alexandre de Rochefort à la tête de Gameloft à la demande de Vivendi, nouvel actionnaire majoritaire.

26 juillet 2016 :

Vivendi met en place le squeeze out avec un retrait obligatoire des actions restantes au prix de 8 euros

Conclusion

La famille Guillemot n'a eu de cesse de se battre pour préserver son contrôle sur Gameloft et ce, jusqu'au bout. Au travers d'une communication importante avec leurs actionnaires, des rachats d'actions continuels, d'une recherche de chevalier blanc incessante, les Guillemot ont essayé d'utiliser tous les moyens à leur disposition afin de lutter contre « l'agresseur », Vincent Bolloré. Malgré l'acquisition finale, et donc l'échec de ces moyens de défense, ce cas récent a permis d'illustrer avec efficacité un échantillon des nombreuses techniques anti-OPA hostile évoquées dans la première partie. Il convient cependant de noter que l'échec n'est qu'en demi teinte, car malgré leur perte sur Gameloft, cela leur a permis de garder Ubisoft en concentrant leurs ressources restantes et issues de la vente sur le réel joyau des Guillemot, tout du moins pour le moment.

La lutte sans merci entre Vivendi et Gameloft a permis aussi de souligner deux autres points sur les OPA hostiles. Tout d'abord, ce que la bataille entre Vivendi et Gameloft a laissé deviner est la nouvelle tendance de l'actionariat activiste avec en fer de lance l'infatigable Vincent Bolloré. Comme expliqué plus haut au cours de notre mémoire, les OPA hostiles sont mal perçues du public et le plus souvent vécues comme des agressions par les actionnaires et le management des sociétés Cibles. Ces deux éléments font des OPA hostiles des processus risqués tant sur leur mise en application que sur leur intérêt réel, si on prend en compte les difficultés post OPA. Avec l'actionariat activiste, nous faisons face à une nouvelle forme de prise de contrôle, proche de l'OPA dans ses objectifs mais plus policée et bien moins coûteuse. En effet, avant la prise de contrôle totale de Gameloft et alors que le doute planait encore sur les intentions de Vivendi, Vincent Bolloré s'est contenté de prendre une participation suffisamment importante dans la société pour lui permettre d'avoir une influence notable au CA. L'actionariat activiste désigne ainsi un actionnaire qui détient une part du capital suffisante lui permettant d'influer sur la gestion de la société sans pour autant en être forcément l'actionnaire majoritaire. Sans avoir les désavantages d'une OPA hostile pour le Raider, l'actionariat activiste peut permettre à l'agent d'atteindre certains de ses objectifs concernant le contrôle et la gestion de la société Cible. Si le capital de la société est très fragmenté cela est d'autant plus facile car une participation relativement faible peut être suffisante pour être considérée comme presque majoritaire.

Enfin, l'on ne peut que se demander si toutes ces techniques ne sont en réalité qu'un moyen de gagner du temps face à l'ennemi. Le cas étudié ci-dessus en est l'exemple parfait. La

famille est allée jusqu'en justice lors de sa déposition de recours mais cela n'a fait que repousser l'échéance et leur donner quelques semaines de plus afin de revoir leur stratégie. En réalité, les Guillemot n'ont pas fait d'erreur dans leur stratégie, aucune action n'aurait permis à l'OPA de se terminer autrement. Face à un Raider comme Bolloré, une Cible ne peut que se défendre en gagnant du temps. Les moyens de défense évoqués ne sont jamais tout puissants et ne peuvent contraindre à la fin définitive d'une OPA hostile. Ils ne peuvent que ralentir et rendre plus complexe le processus. Ainsi, si l'agresseur possède, comme Bolloré, une puissance financière suffisante, la Cible ne possède en réalité que peu de chance. Les OPA hostiles, malgré leurs difficultés, n'ont en réalité que peu de chance de mise en échec venant de la Cible en elle-même. Les raisons des OPA hostiles avortées sont finalement principalement de l'ordre de l'agresseur, qui n'a pas assez de fonds ou ne voit plus l'intérêt de poursuivre un tel processus.