

Romuald DI NOTO  
dinoto.romuald@gmail.com  
Numéro d'étudiant : 24003987  
1, rue Lucien Sampaix  
75010 PARIS

# **L'actionnaire en droit de l'Union européenne**

## **Der Aktionär im Recht der Europäischen Union**

Étude de droit européen et de droit comparé français et allemand  
en droit des sociétés

Mémoire de droit comparé

Sous la direction de Mme Kerstin PEGLOW et de M. Augustin BOUJEKA

Professeurs à l'Université de Paris Ouest Nanterre La Défense

Dans le cadre du Master 2 en droit, mention études bilingues des droits de l'Europe

Spécialité droit allemand, Parcours recherche

Octobre 2010



## Abréviations françaises et allemandes

### Abréviations

al.	alinéa
art.	article
AMF	Autorité des Marchés Financiers
<i>Bull. Joly Bourse</i>	<i>Bulletin Joly Bourse</i>
<i>Bull. Joly Sociétés</i>	<i>Bulletin Joly Sociétés</i>
C. Civ.	Code civil
C. Com.	Code de commerce
C. mon. fin.	Code monétaire et financier
CJCE	Cour de Justice des Communautés Européennes
<i>Comm. Com. électr.</i>	<i>Communication Commerce électronique</i>
<i>Dr. sociétés</i>	<i>Droit des sociétés (Revue)</i>
<i>Gaz. Pal.</i>	<i>Gazette du Palais</i>
<i>JCP E</i>	<i>La Semaine Juridique (Juris Classeur Périodique), édition entreprise</i>
<i>JCP CI</i>	<i>La Semaine juridique (Juris Classeur Périodique), édition commerce et industrie</i>
<i>LPA</i>	<i>Les Petites Affiches</i>
OPA	Offre publique d'acquisition
<i>Rec. Dalloz</i>	<i>Recueil Dalloz</i>
<i>Rev. sociétés</i>	<i>Revue des sociétés</i>
RGAMF	Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers
RGCMF	Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers
<i>RTD Com.</i>	<i>Revue trimestrielle de droit commercial</i>
<i>RTDE</i>	<i>Revue trimestrielle de droit européen</i>
SA	Société anonyme
suiv	suivant(s)
TFUE	Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne
TCE	Traité instituant la Communauté européenne
UE	Union européenne
v.	voir

## Abkürzungen

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	<i>Die Aktiengesellschaft</i> (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz (Loi allemande sur les sociétés par actions)
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärrechterichtlinie
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen
BB	<i>Der Betriebsberater</i> (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch (Code civil allemand)
BGH	Bundesgerichtshof (Cour Fédérale de Justice allemande)
DB	<i>Der Betrieb</i> (Zeitschrift)
DK	<i>Der Konzern</i> (Zeitschrift)
EG-Vertrag	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EU	Europäische Union
HGB	Handelsgesetzbuch (Code de commerce allemand)
NJW	<i>Neue Juristische Wochenschrift</i>
NZG	<i>Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht</i>
RabelZ	<i>Rabelszeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht</i>
RNotZ	<i>Rheinische Notarzeitschrift</i>
SpruchG	Spruchverfahrgesetz (Loi allemande régissant le déroulement de la procédure de vérification et de modification du rapport d'échange des actions)
UmwG	Umwandlungsgesetz (Loi allemande sur les transformations de sociétés)
WM	<i>Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für das Bankrecht, Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht</i>
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZEuP	<i>Zeitschrift für Europäisches Privatrecht</i>
ZGR	<i>Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht</i>
ZHR	<i>Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht</i>
ZIP	<i>Zeitschrift für Wirtschaftsrecht</i>

## Sommaire

Abréviations françaises et allemandes.....	II
Sommaire.....	IV
Introduction.....	01
<b>Première partie : L'influence du droit de l'Union européenne sur l'acquisition de la qualité d'actionnaire et l'exercice des droits y afférents.....</b>	<b>06</b>
Chapitre premier : Le régime européen d'acquisition de la qualité d'actionnaire.....	06
Section 1 : Les droits et obligations des actionnaires dans le cadre de la constitution de la société.....	06
Section 2 : La protection du potentiel futur actionnaire par une information adéquate : le prospectus d'émission (directive 2003/71/CE).....	15
Chapitre second : L'appréhension des droits essentiels de l'actionnaire par le droit de l'Union européenne.....	19
Section 1 : Le principe d'égalité de traitement des actionnaires.....	19
Section 2 : L'information des actionnaires, préalable indispensable à une participation éclairée aux décisions sociales.....	22
Section 3 : L'assemblée générale, lieu d'expression de la démocratie actionnariale.....	27
<b>Seconde partie : La protection de l'actionnaire par le droit de l'Union européenne à l'occasion d'opérations spécifiques portant sur la société.....</b>	<b>31</b>
Chapitre premier : La protection de l'actionnaire dans le cadre des opérations afférentes au capital social.....	31
Section 1 : Le rôle de l'assemblée générale des actionnaires.....	31
Section 2 : Le droit préférentiel de souscription.....	35
Section 3 : La réduction de capital social par retrait forcé d'actions.....	42
Chapitre second : La protection des actionnaires minoritaires dans le cadre des fusions et scissions de sociétés.....	43
Section 1 : Les fusions et scissions internes.....	43
Section 2 : Les fusions transfrontalières.....	49

Chapitre 3 : La protection des actionnaires dans le cadre des offres publiques d'acquisition.....	55
Section 1 : Présentation de la directive 2004/25/CE.....	56
Section 2 : La protection des actionnaires minoritaires.....	59
Conclusion.....	70
<b>Synthèse en langue allemande .....</b>	<b>71</b>
<b>Glossaire des termes allemands .....</b>	<b>97</b>
Bibliographie .....	101
Table des matières .....	108

## Introduction

Au sein des matières constituant le champ d'intervention du droit de l'Union européenne<sup>1</sup> (UE) et faisant l'objet d'une coordination, qui peut prendre la forme d'une harmonisation ou d'une uniformisation, le droit des sociétés constitue selon certains auteurs « *un terrain d'analyse idéal pour qui s'intéresse au processus de rapprochement des droits nationaux au sein de l'Union européenne* »<sup>2</sup>. Le droit des sociétés de l'UE trouve son fondement dans les articles 50 § 2 point g et 54 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (ex-articles 44 § 2 point g et 48 TCE). La seconde de ces dispositions proclame la liberté d'établissement des sociétés dont le siège social est situé sur le territoire d'un Etat membre de l'Union européenne et oblige les Etats à supprimer toute discrimination à l'encontre des sociétés régulièrement constituées dans un autre Etat membre, et donc à les traiter de la même manière que les sociétés constituées selon leur droit national et situées sur leur propre territoire<sup>3</sup>, tandis que la première donne au Conseil et à la Commission européenne le pouvoir de coordonner, « *dans la mesure nécessaire en vue de les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées, dans les Etats membres, des sociétés au sens de l'article 54, deuxième alinéa, pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers* ». Un double objectif est donc imposé aux institutions européennes dans le domaine du droit des groupements d'affaires, de telle façon que la coordination des droits nationaux joue à la fois un rôle de protection des intérêts des tiers, des associés et des actionnaires et d'accompagnement de la concrétisation de la liberté d'établissement<sup>4</sup>.

Préconisée par l'article 50 TFUE (ex-article 44 TCE), la technique de la coordination ou de l'harmonisation par voie de directives occupe une place majeure dans l'activité de l'UE dans le domaine du droit des sociétés. En application de l'article 288 TFUE (ex-article 249 TCE), la directive lie tout Etat membre destinataire quant au résultat à atteindre, mais lui laisse la compétence quant à la forme et aux moyens de parvenir à ce résultat, ce qui signifie qu'une obligation de transposition des directives incombe aux Etats membres. Parfois, ces normes d'origine européenne se « diluent » dans les législations nationales de telle façon que

---

<sup>1</sup> Autant qu'il sera possible, nous essaierons de préférer l'appellation « Droit de l'Union européenne » à celle de « droit communautaire », caduque depuis l'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne le 1er décembre 2009. L'appellation de « droit communautaire » pourra cependant réapparaître de temps à autre, dans la mesure où celle de « droit européen » est de nature à créer une confusion avec celle de « Droit du Conseil de l'Europe », et en particulier de la Convention européenne de sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés fondamentales, qui n'entre pas dans le cadre de la présente étude.

<sup>2</sup> J.-S. Bergé, S. Robin-Olivier, *Introduction au droit européen*, n°381.

<sup>3</sup> V. Magnier (sous la direction de), *L'entreprise et le droit communautaire : quel bilan pour un cinquantenaire ?*, p. 67.

<sup>4</sup> V. Magnier, *Rapprochement des droits dans l'Union européenne et viabilité d'un droit commun des sociétés*, n°155.

l'on en vient à en oublier leur origine<sup>5</sup>, ce qui donne « *matière à une savoureuse méditation sur le charme discret de l'intégration juridique furtive et indolore* »<sup>6</sup>. En France, tel est le cas du droit applicable aux fusions et scissions internes<sup>7</sup>. Ce phénomène s'explique entre autres par le fait que le droit européen des sociétés est le produit d'influences réciproques : ainsi, le droit français a inspiré les troisième et sixième directives sur les fusions et les scissions internes et, réciproquement, ces deux directives l'ont contraint à améliorer ses propres dispositions<sup>8</sup>. Cependant, il faut souligner que, malgré son caractère contraignant, l'harmonisation par voie de directives n'a pas permis de s'abstraire totalement des différences de cultures juridiques entre les États membres et des disparités des droits nationaux des sociétés<sup>9</sup>. Par ailleurs, si la technique du règlement n'est pas totalement exclue du champ du droit européen des sociétés, elle y est davantage utilisée dans le but de créer des formes supranationales de groupements, comme la Société européenne<sup>10</sup> ou le Groupement européen d'intérêt économique<sup>11</sup>, qui ne s'abstraient pas non plus des législations nationales.

Il n'est pas aisé de mettre en évidence des traits généraux communs à l'ensemble des textes européens de droit des sociétés, certains ayant une formulation très précise qui ne laisse que peu de marge de manœuvre aux législateurs nationaux lors de leur transposition (c'est par exemple le cas des deux premières directives), tandis que d'autres ont un caractère beaucoup plus général, et utilisent abondamment la technique du renvoi aux droits nationaux (« directives cadres »)<sup>12</sup>. Cependant, la majorité de ces textes présente un point commun : leur objectif est, entre autres, d'assurer la protection des intérêts des « associés », notion générique englobant celle d'« actionnaire », limitée aux sociétés par actions. Ces actionnaires peuvent faire partie d'une société cotée ou non cotée : la première fait appel publiquement à l'épargne. On parle également de société dont les titres sont « *admis à la négociation sur un marché réglementé* ». Au contraire, les actions de la seconde ne le sont pas. La distinction entre sociétés cotées et sociétés non cotées est, depuis le début du mouvement d'harmonisation

---

<sup>5</sup> Y. Guyon, *Droit des affaires*, n°221.

<sup>6</sup> A. Boujeka, « Droit des sociétés – Variations sur l'harmonisation communautaire des droits nationaux des sociétés : où il se confirme que nous pratiquons tous les jours le droit communautaire des sociétés, sans le savoir », in : Centre d'études juridiques européennes et comparées de l'Université de Paris X – Nanterre, « Chronique n°1 : variations sur l'harmonisation communautaire des droits nationaux », *LPA* 2002, n°43, p. 4.

<sup>7</sup> H. Le Nabasque, « L'incidence des normes européennes sur le droit français applicable aux fusions et au transfert de siège social », *Rev. sociétés* 2005, p. 81.

<sup>8</sup> H. Le Nabasque, « L'incidence des normes européennes sur le droit français applicable aux fusions et au transfert de siège social », *Rev. sociétés* 2005, p. 81.

<sup>9</sup> A. Le Fèvre, « Le nouveau régime des fusions et scissions de sociétés commerciales institué par la loi n°88-17 du 5 janvier 1988 et le décret n°88-418 du 22 avril 1988 », *Rev. sociétés* 1988, p. 207, n°22.

<sup>10</sup> Règlement (CE) n°2157/2001 du Conseil du 8 octobre 2001, relatif au Statut de la Société européenne, complété par la directive 2001/86/CE du Conseil du 8 octobre 2001 complétant le statut de la Société européenne pour ce qui concerne l'implication des travailleurs.

<sup>11</sup> Règlement (CEE) n°2137/85 du Conseil, du 25 juillet 1985, relatif à l'institution d'un groupement européen d'intérêt économique.

<sup>12</sup> J.-S. Bergé, S. Robin-Olivier, *Introduction au droit européen*, n°382.

européenne de la réglementation boursière, abondamment utilisée par le droit européen des sociétés<sup>13</sup>. Au contraire, le droit français ne la connaît que de façon embryonnaire<sup>14</sup>. En droit européen, cette distinction est fondamentale dans la mesure où des obligations plus lourdes pèsent sur les sociétés cotées, notamment en matière d'information envers les actionnaires et les autres acteurs du marché. Certaines directives ont donc un champ d'application limité aux sociétés cotées<sup>15</sup>.

Si le droit européen se fixe comme objectif d'assurer la protection de l'actionnaire, il faut cependant constater que cette notion n'a, pour l'heure, fait l'objet d'aucune définition européenne. Antérieurement à la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil du 5 janvier 2006<sup>16</sup>, qui a abouti à la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées, nous ne trouvons en effet aucune tentative de consécration de la notion d'« actionnaire » en tant que telle. Cependant, le point c) de l'article 2 de la proposition de directive, qui définissait l'actionnaire comme étant « *toute personne physique ou morale régie par le droit privé ou public, qui détient, directement ou indirectement i) des actions de l'émetteur, en son nom propre et pour son propre compte ou ii) des actions de l'émetteur, en son nom propre mais pour le compte d'une autre personne physique ou morale* » ne constitue qu'une reprise de la rédaction des alinéas i) et ii) de l'article 2, point 1 e) de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil, dite directive « Transparence »<sup>17</sup>, qui définit la notion de « détenteur d'actions », notion qui englobe aussi les détenteurs de certificats représentatifs de valeurs mobilières. Cette proposition de définition de la notion d'actionnaire a cependant été supprimée du projet de directive par un amendement n°18, qui définit l'actionnaire par renvoi aux droits nationaux comme « *la personne physique ou morale qui est reconnue comme actionnaire conformément au droit applicable* ». Cet amendement a été justifié par le fait que la définition de l'actionnaire « *varie considérablement d'un Etat membre à l'autre* ». Il s'agissait donc d'éviter d'imposer de nouvelles exigences qui retentiraient sur la définition nationale de

<sup>13</sup> P.-H Conac, « La distinction des sociétés cotées et non cotées », *Rev. Sociétés* 2005, p. 67, n°1.

<sup>14</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°14.

<sup>15</sup> Tel est le cas des directives suivantes : Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE ; Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE ; Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004, concernant les offres publiques d'acquisition ; Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.

<sup>16</sup> Proposition de directive du Parlement Européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un Etat membre et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2004/109/CE, 5 janvier 2006, COM(2005) 685 final.

<sup>17</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

l'actionnaire<sup>18</sup>. L'article 2 § 1 point a) de la proposition de Règlement du Conseil relatif au statut de la Société privée européenne (SPE) en date du 25 juin 2008<sup>19</sup> tente à son tour de définir l'actionnaire comme « *l'actionnaire fondateur et toute autre personne dont le nom est inscrit sur la liste des actionnaires conformément aux articles 15 et 16* ». Il nous semble que cette formulation ne contribue pas à instaurer une définition européenne de la notion d'actionnaire, dans la mesure où elle définit celui-ci comme étant...un actionnaire ! Malgré les nombreuses dispositions faisant appel à la notion d'« *actionnaire* », il y a donc, en l'état actuel du droit européen, toujours lieu de se référer aux droits nationaux pour la définir.

Les définitions française et allemande de la notion d'actionnaire sont similaires, voire identiques : l'actionnaire est l'associé d'une société par actions<sup>20</sup>, c'est-à-dire le membre d'un groupement constitué sous forme de société dont les droits essentiels sont le respect de son droit de propriété sur ses actions, la participation aux bénéfices et au fonctionnement de la société, ainsi que la mise à disposition d'informations concernant la marche de celle-ci, tandis que ses obligations principales sont la libération des apports et la contribution aux pertes<sup>21</sup> (bien que, dans le cadre des sociétés par actions, cette dernière sera le plus souvent limitée au montant des apports). L'actionnaire est donc l'associé propriétaire d'une ou plusieurs actions<sup>22</sup>, la notion d'« action » désignant une quote-part du capital social de la société par actions, c'est-à-dire à la fois le droit de l'associé dans la société et le titre négociable qui représente ce droit, matérialisé par une inscription en compte<sup>23</sup>. Il est le pilier des sociétés par actions, parmi lesquelles figure la société anonyme, qui est la plus courante d'entre elles<sup>24</sup>.

Malgré cette absence de définition autonome de la notion d'actionnaire, le droit européen des sociétés appréhende depuis plus de quarante ans le statut de l'actionnaire, c'est-à-dire les droits qui lui sont conférés et les obligations qui lui incombent dans le cadre de la société dont il détient des actions. Comment le droit communautaire (puis européen) des sociétés appréhende-t-il le statut de l'actionnaire ? Exerce-t-il une influence sur l'essence des droits et obligations de celui-ci ? Quels sont les vecteurs utilisés par lui afin d'assurer une protection efficace des intérêts des actionnaires, exigée par l'article 54 TFUE (ex-article 48 TCE) ? Ces interrogations sont capitales à la fois pour les intérêts directs des actionnaires et pour la réalisation du marché unique européen, dans la mesure où l'effectivité des libertés d'établissement et de libre circulation des capitaux est dépendante de la capacité du droit

---

<sup>18</sup> Rapport de la commission des affaires juridiques du Parlement européen du 2 février 2007 sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un Etat membre et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2004/109/CE – Final A6-0024/2007.

<sup>19</sup> Proposition de Règlement du Conseil relatif au statut de la société privée européenne, COM(2008) 396.

<sup>20</sup> G. Köbler, *Juristisches Wörterbuch*, « Aktionär », p. 12.

<sup>21</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, « Associé », p. 82.

<sup>22</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, « Actionnaire », p. 24.

<sup>23</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°276 et suiv.

<sup>24</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, n°1504.

européen à assurer une certaine sécurité juridique aux investisseurs.

Un ordonnancement systématique de l'action des institutions européennes quant au statut de l'actionnaire peut s'articuler autour de deux grands axes que sont, d'une part, l'étude de l'influence du droit de l'Union européenne sur le régime d'acquisition de la qualité d'actionnaire ainsi que sur les droits et obligations essentiels de celui-ci (Première partie) et, d'autre part, la protection de l'actionnaire par le droit européen à l'occasion d'opérations spécifiques portant sur la société (Seconde partie).

## **Première partie : L'influence du droit de l'Union européenne sur l'acquisition de la qualité d'actionnaire et l'exercice des droits y afférents.**

Le droit européen exerce une influence tant sur l'acquisition de la qualité d'actionnaire (Chapitre 1) que sur les droits essentiels de l'actionnaire (Chapitre 2).

### **Chapitre premier : Le régime européen de l'acquisition de la qualité d'actionnaire.**

L'étude du régime européen de l'acquisition de la qualité d'actionnaire porte tant sur les droits et obligations des actionnaires lors de la constitution de la société (Section 1) que sur la protection du potentiel futur actionnaire par une information adéquate diffusée par le prospectus d'émission (Section 2).

#### **Section 1 : Les droits et obligations des actionnaires dans le cadre de la constitution de la société.**

Dans le cadre de la constitution de la société, certaines obligations incombent aux actionnaires fondateurs (§ 1). La question de savoir si la société peut accorder une aide financière en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers doit également être examinée (§ 2).

##### *§ 1 : Les obligations des actionnaires dans le processus de constitution de la société.*

###### **A. L'obligation de libération des apports.**

Selon M. Sinay, les dispositions relatives à la souscription et à la libération du capital social font référence à « *l'élément social constitutif de l'essence même des sociétés de capitaux* »<sup>25</sup>. Dans le cadre de la constitution de la société, la deuxième directive 77/91/CEE du Conseil<sup>26</sup>, qui pose essentiellement des règles relatives au capital social de la société anonyme, fait obligation aux actionnaires fondateurs de procéder à la libération des apports,

---

<sup>25</sup> R. Sinay, « La première directive européenne sur les sociétés et la mise en harmonie du droit français », *Gaz. Pal.* 1971, I, p. 146.

<sup>26</sup> Deuxième directive 77/91/CEE du Conseil, du 13 décembre 1976, tendant à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'art. 58, al. 2, du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital

définie comme « l'exécution de la souscription par la réalisation de l'apport promis, soit en numéraire, soit en nature (...) »<sup>27</sup>. La régularité de la libération des apports et, ce faisant, la constitution d'un capital social réel permettant, selon une conception classique aujourd'hui remise en cause<sup>28</sup>, une protection effective des créanciers et des actionnaires, constituent d'ailleurs les objectifs principaux de la directive<sup>29</sup>.

En application de l'article 6, al. 1 de la directive, les législations nationales doivent exiger que le capital social minimum des sociétés anonymes s'élève 25 000 euros<sup>30</sup>. Il résulte de la formulation des articles 9 et 10 que le capital social peut être constitué tant d'apports en numéraire que d'apports en nature<sup>31</sup>. Un apport en numéraire est une somme d'argent que l'actionnaire s'est engagé à payer et les apports en nature consistent en tout bien attribué à la société, autre qu'une somme d'argent, susceptible d'une évaluation pécuniaire et pouvant être exploité commercialement<sup>32</sup>. Dans tous les cas, le capital souscrit ne peut être constitué que par des éléments d'actif susceptibles d'évaluation économique, ce qui exclut les apports consistant en une prestation de service (art. 7) ou les apports en industrie, car ceux-ci n'ont aucune valeur à l'égard des créanciers.

Concernant l'obligation de libérer les apports en numéraire, l'article 9 § 1 de la directive fixe à 25 % le montant minimum de la valeur nominale des actions devant être libéré lors de la constitution de la société ou de l'obtention de l'autorisation de commencer les activités. La directive ne contenant aucune indication quant au montant restant, le délai dans lequel celui-ci doit être libéré peut être déterminé librement par les États membres<sup>33</sup> : si le droit français prévoit un délai de cinq ans (art. L. 225-3 C. Com.), le droit allemand n'en prévoit aucun (§ 63 al. 1 AktG). En Allemagne, le directoire décide en effet souverainement du moment où il demande la libération du montant restant des apports en numéraire<sup>34</sup>.

Le régime européen des apports en nature est en revanche encadré de façon plus précise, afin de prévenir de possibles abus<sup>35</sup> et de protéger ainsi non seulement les tiers, mais aussi les autres actionnaires : en application de l'al. 2 de l'article 9, les actions émises en contrepartie d'apports en nature doivent être entièrement libérées dans un délai de cinq ans à compter de la constitution ou de l'obtention de l'autorisation de débiter l'activité. Comme le

<sup>27</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°259.

<sup>28</sup> Pour des développements relatifs à cette remise en cause de la fonction de patrimoine de garantie du capital social, v. B. Lecourt, *L'influence du droit communautaire sur la constitution de groupements*, n°325 à 327.

<sup>29</sup> H. Drinkuth, *Die Kapitalrichtlinie – Mindest- oder Höchstnorm ?*, p. 129.

<sup>30</sup> Exigence observée tant par le droit français que par le droit allemand : l'art. L. 224-2, al. 1 C. Com. Exige en effet un capital minimum de 37 000 euros tandis qu'en application du § 7 AktG, « le montant minimum du capital social est de 50 000 euros ».

<sup>31</sup> « actions émises en contrepartie d'apports autres qu'en numéraire », selon les termes des art. 9 al. 2 et 10 al. 1 de la deuxième directive.

<sup>32</sup> V. Magnier, *Droit des sociétés*, n° 44 et 47.

<sup>33</sup> B. Lecourt, *L'influence du droit communautaire sur la constitution de groupements*, n°361.

<sup>34</sup> Bayer in : *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, § 63, n°28 à 31.

<sup>35</sup> consistant par exemple en la surévaluation des biens apportés.

souligne M. Lecourt, cette disposition ne présente guère d'intérêt dans la mesure où l'apport en nature est, pour des raisons pratiques compréhensibles, le plus souvent libéré en une seule fois<sup>36</sup>. En application de l'article 10 de la directive, les apports en nature doivent faire l'objet d'un rapport spécial établi par un ou plusieurs experts indépendants de la société, désignés ou agréés par une autorité administrative ou judiciaire, et qui a pour objet de vérifier la valeur effective de l'apport en nature et l'adéquation de cette valeur avec le nombre d'actions qui doit être remis à l'apporteur. À cet effet, ce rapport doit décrire le ou les apports en nature ainsi que leurs modes d'évaluation et indiquer si les valeurs auxquelles conduisent ces évaluations correspondent au moins au nombre et à la valeur nominale (ou au pair comptable) des actions à émettre en contrepartie. Ce rapport doit ensuite être publié selon les modalités prévues par l'article 3 de la directive 68/151/CEE<sup>37</sup>, afin que les autres actionnaires fondateurs ainsi que les éventuels tiers intéressés puissent en prendre connaissance.

La directive sanctionne efficacement les obligations décrites ci-dessus en prévoyant que « *l'inobservation des dispositions relatives à la libération minimale du capital social* » peut constituer une cause de nullité de la société (art. 11 § 2 point d). Cette sanction s'explique par le fait que la libération minimale du capital social est destinée à mettre à disposition de la société un minimum de fonds lui permettant de débiter son activité<sup>38</sup>.

De façon générale, la transposition de ces dispositions européennes en droits français et allemand n'appelle pas de remarques particulières. Il convient cependant de se pencher sur une difficulté particulière qui est apparue en droit allemand : il s'agit de la question de la « *verdeckte Sacheinlage* », expression que l'on peut traduire par « apport en numéraire fictif »<sup>39</sup>. Il s'agit de la situation dans laquelle des apports en nature sont « déguisés » en des apports en numéraire : l'actionnaire fondateur procède dans un premier temps à un apport en numéraire, puis cède presque immédiatement un bien à la société, qui, en échange, en paie le prix grâce aux fonds apportés par l'apport en numéraire précédemment effectué<sup>40</sup>. Le bien peut également être vendu dans un premier temps à la société, puis l'apport en numéraire effectué au moyen du produit de la vente<sup>41</sup>. Cette pratique permet de contourner les exigences afférentes aux apports en nature<sup>42</sup>. Dans cette hypothèse, la jurisprudence allemande prévoyait

---

<sup>36</sup> B. Lecourt, *L'influence du droit communautaire sur la constitution de groupements*, n°361.

<sup>37</sup> Première directive 68/151/CEE du Conseil, du 9 mars 1968, tendant à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées, dans les Etats membres, des sociétés au sens de l'art. 58, al. 2, du traité, pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers (JOCE du 14. 03.1968, L 65, pages 8 à 12).

<sup>38</sup> B. Lecourt, *L'influence du droit communautaire sur la constitution de groupements*, n°425.

<sup>39</sup> M. Lutter, « L'apport en numéraire fictif : une théorie allemande et un problème de droit des sociétés », *Rev. sociétés* 1991, p. 331.

<sup>40</sup> U. Hüffer, *Kommentar zum Aktiengesetz*, § 27, n°14 et suiv..

<sup>41</sup> M. Lutter, « L'apport en numéraire fictif : une théorie allemande et un problème de droit européen », *Rec. Dalloz* 1991, p. 131, n°3.

<sup>42</sup> J. Lösekrug, *Die Umsetzung der Kapital-, Verschmelzungs- und Spaltungsrichtlinie der EG in das nationale deutsche Recht*, p. 98.

depuis la fin des années 1920<sup>43</sup> une sanction stricte : l'actionnaire devait libérer une nouvelle fois l'apport en numéraire auquel il s'est engagé envers la société<sup>44</sup>. La question de savoir si cette jurisprudence était contraire à la directive a fait l'objet de nombreux débats doctrinaux. Tel aurait été le cas si l'article 11 de la directive devait être considéré comme une norme procédant à une uniformisation complète. Certains auteurs considéraient que l'article 11 est une disposition d'harmonisation totale dans la mesure où les normes d'harmonisation minimales sont expressément désignées comme telles par la directive<sup>45</sup>. L'opinion dominante en doctrine avançait au contraire que l'article 11 constituait une norme d'harmonisation minimale et justifiait sa position en s'appuyant sur le deuxième considérant de la directive, selon lequel celle-ci tend à assurer une « *équivalence minimale dans la protection tant des actionnaires que des créanciers* »<sup>46</sup>. La Cour Fédérale de Justice allemande a expressément abondé en ce sens dans une décision *IBH/Lemmerz*<sup>47</sup>. Cette problématique ne devrait cependant plus se poser avec autant d'acuité à l'avenir, dans la mesure où elle a été insérée dans la loi allemande relative aux sociétés par actions une disposition prévoyant que tout apport en numéraire qui doit être considéré comme un apport en nature en raison d'une opération ultérieure est valide. Il ne libère certes pas l'actionnaire de son obligation de libération de l'apport en numéraire auquel il s'était originairement obligé, mais la valeur du bien doit en être déduite. L'apporteur supporte la charge de la preuve de la valeur du bien (§ 27, al. 3 AktG).

#### B. La souscription ou l'acquisition de ses propres actions par la société.

Dans le cadre de nos réflexions sur le régime européen de l'acquisition de la qualité d'actionnaire, il nous a semblé légitime de nous demander si la société pouvait souscrire ou acquérir ses propres actions et, en cas de réponse positive, à quelles conditions. Il faut d'emblée préciser que, selon une conception « classique », aujourd'hui sérieusement remise en cause<sup>48</sup>, du rôle dévolu au capital social, une telle pratique est susceptible de porter atteinte au principe d'intangibilité du capital social et de réduire ainsi l'assiette des droits des créanciers sociaux<sup>49</sup>.

L'al. 1<sup>er</sup> de l'article 18 de la deuxième directive apporte une réponse claire en prévoyant

<sup>43</sup> RGZ, 121, 99 (102) ; RGZ, 157, 213 (224) ; RGZ, 167, 99 (108).

<sup>44</sup> BGH 110, 47 (57 ff.) ; BGHZ 118, 83 (93 ff.) ; BGH NJW 1996, 524 (525) ; BGH NJW 2000, 725 (726).

<sup>45</sup> W. Meilicke, *Die « verschleierte » Sacheinlage : eine deutsche Fehlentwicklung*, p. 100 ; C. Ebenroth/E. Neiß, « Zur Vereinbarkeit der Lehre der verdeckten Sacheinlage mit EG-Recht », *BB* 1992, 2085 (2088) ; D. Einsele, « Verdeckte Sacheinlage, Grundsatz der Kapitalaufbringung und Kapitalerhöhung » *NJW* 1996, 2681 (2683).

<sup>46</sup> S. Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 10 n°341 ; H. Wiedemann, « Die Erfüllung der Geldeinlagepflicht bei Kapitalerhöhungen im Aktienrecht », *ZIP* 1991, 1257 (1268).

<sup>47</sup> BGHZ, 110, 47 (68 f.).

<sup>48</sup> B. Lecourt, *L'influence du droit communautaire sur la constitution de groupements*, n°325 à 327.

<sup>49</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°279.

que « les actions d'une société ne peuvent être souscrites par celle-ci ». Cette règle impérative<sup>50</sup> est renforcée par l'al. 2, selon lequel une personne ayant souscrit des actions en son nom propre mais pour le compte de la société doit être considérée comme les ayant souscrit pour son propre compte. Cette interdiction de souscription de ses propres actions par la société a été formellement transposée en droit allemand au § 56, al. 1 AktG, mais elle existait antérieurement en droit allemand en vertu d'un principe général du droit des sociétés<sup>51</sup>. La conséquence de la violation du § 56, al. 1 AktG est la nullité de la souscription en vertu du § 134 BGB<sup>52</sup>. En France, l'article L. 225-206-I C. Com. vient transposer cette interdiction de souscription de ses propres actions par la société.

L'acquisition par la société d'actions appartenant originellement à l'un de ses actionnaires est, en principe, également prohibée par la directive<sup>53</sup>. Les articles 19 et 20 prévoient des exceptions à cette interdiction, exceptions que les États membres ne sont pas dans l'obligation de transposer<sup>54</sup>. En revanche, dans l'hypothèse où ils souhaitent les insérer dans leur législation, ils doivent se conformer aux conditions restrictives posées par les articles 19 et 20, tels que modifiés par la directive 2006/68/CE du 6 septembre 2006. Ces conditions impératives sont au nombre de trois : premièrement, l'achat ne peut être effectué par l'organe d'administration ou de direction que selon les modalités fixées par l'autorisation accordée par l'assemblée générale. Ensuite, le montant des actions détenues en propre ne doit pas excéder le montant des réserves distribuables. Enfin, les actions rachetées doivent avoir été entièrement libérées, condition figurant déjà, en droit français, à l'article L. 225-210, al. 1 C. Com.. Une limite globale est fixée pour le rachat par la société de ses propres actions : en effet, l'opération de rachat ne doit pas avoir pour conséquence que l'actif net devienne inférieur au montant du capital souscrit, augmenté des réserves que la loi ou les statuts ne permettent pas de distribuer. Étant donné que le montant des réserves légales est fixé par les États membres, cette limite ne fait pas l'objet d'une harmonisation identique dans tous les pays de l'UE<sup>55</sup>.

En France, la loi n°98-546 du 2 juillet 1998 a supprimé le principe d'interdiction de l'achat dérivé de ses propres actions par une société. Les conditions de cette possibilité sont posées par les articles L. 225-207 à L. 225-217 C. Com.. L'acquisition de ses propres actions par la société est effectuée par le conseil d'administration ou le directoire sur autorisation de l'assemblée générale dont la durée ne peut excéder dix-huit mois. L'assemblée générale

---

<sup>50</sup> H. Drinkuth, *Die Kapitalrichtlinie – Mindest- oder Höchstnorm ?*, p. 196.

<sup>51</sup> U. Hüffer, *Kommentar zum Aktiengesetz*, § 56 n°3.

<sup>52</sup> J. Ganske, « Das Zweite gesellschaftsrechtliche Koordinierungsgesetz vom 13. Dezember 1978 », *DB* 1978, 2461 (2463).

<sup>53</sup> J. Kindl, « Der Erwerb eigener Aktien nach Europäischem Gemeinschaftsrecht », *ZeUP*, 1994, 77 (79).

<sup>54</sup> H. Drinkuth, *Die Kapitalrichtlinie – Mindest- oder Höchstnorm ?*, p. 199.

<sup>55</sup> J.-B. Poullen/N. Spitz, « Les modifications de la deuxième directive concernant le capital social des sociétés anonymes et le droit français », *LPA* 31 mai 2007, n°109, p. 3, n°31.

définit les finalités et les modalités de l'opération, ainsi que son plafond. En application de l'article L. 225-210 C. Com., la société ne peut posséder, directement ou par l'intermédiaire d'une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de la société, plus de 10 % du total de ses propres actions, ni plus de 10 % d'une catégorie déterminée. Les autres conditions posées par l'article L. 225-210 C. Com. sont celles contenues aux articles 19 et 20 de la directive. L'article L. 225-24 C. Com. prévoit que les actions possédées en violation des dispositions susmentionnées doivent être cédées dans un délai d'un an à compter de leur souscription ou de leur acquisition. À l'expiration de ce délai, elles doivent être annulées.

En droit allemand, le § 71 AktG prévoit une liste limitative de huit cas dans lesquels l'acquisition de ses propres actions par la société est admise. Il s'agit principalement des cas dans lesquels cette acquisition est nécessaire afin d'éviter qu'un dommage grave menaçant la société ne se réalise, de distribution d'actions aux salariés, ou de réduction de capital social décidée par l'assemblée générale. Il convient également de souligner que l'acquisition de ses propres actions par la société est possible – sans qu'une justification de fond ne soit nécessaire – lorsque l'assemblée générale a donné délégation au directoire de procéder à cette acquisition (§ 71, al. 1 Nr. 8 AktG). Comme en droit français, seuls 10 % des actions peuvent être acquises par la société. De plus, il ne peut être procédé à cette acquisition qu'à la condition qu'elle ne porte pas atteinte à l'intégrité du capital social et des réserves obligatoires. De plus, dans certains cas, cette acquisition n'est possible que dans la mesure où les actions ont été intégralement libérées (§ 71, al. 2 AktG).

*§ 2 : La possibilité pour la société d'accorder une aide financière en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers.*

Dans le cadre de ce paragraphe, nous nous intéresserons à la façon dont le droit européen appréhende la personne souhaitant devenir actionnaire sous l'angle de ses relations financières avec la société dont elle souhaite acquérir les actions. Si l'article 23 de la directive 77/91/CEE a, dans un premier temps, instauré un régime de prohibition de l'assistance financière (A.), il a récemment assoupli sa position de façon considérable, voire supprimé cette interdiction (B.).

A. Un régime originaire d'interdiction.

La rédaction initiale de l'article 23, al. 1 de la directive 77/91/CEE faisait clairement interdiction à la société d'accorder quelque aide financière que ce soit à un tiers afin de permettre à celui-ci d'acquérir ses actions : il était ainsi prohibé à celle-ci d'« avancer des fonds », d'« accorder des prêts » ou de « donner des sûretés en vue de l'acquisition de ses

*actions par un tiers* ». Cette interdiction ne s'appliquait cependant pas aux transactions réalisées dans le cadre des opérations courantes des banques et d'autres établissements financiers, ni aux opérations effectuées en vue de l'acquisition d'actions par ou pour le personnel de la société (art. 23, al. 2), ainsi qu'aux opérations visées par l'article 20, al. 1 de la directive. Cette prohibition de l'assistance financière avait pour objectif d'éviter que la société ne se vide de son patrimoine en accordant des prêts ou des sûretés<sup>56</sup>. Cette règle constituait un corollaire des règles relatives à la souscription ou à l'achat par la société de ses propres titres (art. 19 et 20 de la directive)<sup>57</sup>.

Cette disposition européenne a été introduite dans le droit français des sociétés par la loi du 30 décembre 1981<sup>58</sup> à l'article L. 225-216 C. Com., qui constitue la transposition fidèle de l'article 23 § 1 de la directive, tant au niveau de la prohibition de principe que des rares exceptions à celle-ci. L'article 225-216 C. Com. ne précise pas la sanction à l'interdiction qu'il édicte, mais l'opinion majoritaire en doctrine qualifie cette disposition d' « impérative », ce dont il résulte que les opérations réalisées en violation de celle-ci peuvent être annulées<sup>59</sup>. Cependant, la chambre commerciale de la Cour de cassation a décidé que la méconnaissance de l'art. L. 225-216 C. Com. n'entraîne, dans le cas de l'octroi d'une sûreté, que l'annulation de celle-ci, et non celle du prêt que cette sûreté devait garantir<sup>60</sup>. Cette interdiction a été expressément assortie d'une sanction pénale réprimant le fait pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme, d'effectuer au nom de celle-ci les opérations interdites par l'article L. 225-216, al. 1 C. Com. (article L. 242-24 C. Com.).

Le droit allemand a pris en compte cette interdiction au § 71a, al. 1 AktG, en application duquel un acte juridique qui a pour objet l'octroi d'une avance, d'un prêt ou d'une sûreté par la société à un tiers en vue de l'acquisition de ses propres actions est nul. Selon la doctrine, il peut être déduit du but de cette disposition que la liste des actes prohibés n'est pas exhaustive et que le § 71a AktG entend sanctionner toutes les mesures de soutien financier à l'acquisition des actions de la société ayant pour effet de porter atteinte à son patrimoine<sup>61</sup>. Les exceptions prévues par la formulation d'origine ont également été fidèlement transposées. Selon certains auteurs, la transposition de l'article 23 de la directive au § 71a al. 1 AktG s'est révélée inutile, dans la mesure où une opération d'assistance financière telle qu'appréhendue par la directive constitue une violation du § 57 al. 1 AktG, qui prohibe la restitution aux

<sup>56</sup> M. Bringer, « Prohibition de l'assistance financière en France (C. Com., art. L. 225-216) : cette position rigoriste est-elle encore souhaitable à l'heure de la frilosité des prêteurs ? », *JCP E*, 2009, n°22, 1554.

<sup>57</sup> J.-B. Poullen/N. Spitz, « Les modifications de la deuxième directive concernant le capital social des sociétés anonymes et le droit français », *LPA* 31 mai 2007, n°109, p. 3, n°49.

<sup>58</sup> Loi n°81-1162 du 30 décembre 1981 dite de mise en harmonie du droit des sociétés commerciales avec la deuxième directive adoptée par le Conseil des Communautés européennes le 13 décembre 1976.

<sup>59</sup> H. Le Nabasque, « A propos de l'article 217-9 de la loi du 24 juillet 1966 », *JCP E* 1992, II, 107.

<sup>60</sup> Cass. Com. 19 décembre 2000.

<sup>61</sup> T. Drygala, « Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs nach der Reform der Kapitalrichtlinie », *DK* 2007, p. 396 (397).

actionnaires de leurs apports, et qui préexistait à la loi de transposition de la directive<sup>62</sup>. En effet, certains auteurs considèrent que le § 71a al. 1 AktG constitue une application spéciale du § 57 al. 1 AktG, dans la mesure où ces deux dispositions ont pour objectif d'empêcher des distributions irrégulières d'éléments du patrimoine social aux actionnaires. Cependant, le champ d'application du § 71a AktG est plus large que celui du § 57 al. 1 AktG, car il a également vocation à régir les relations de la société avec les candidats acquéreurs<sup>63</sup>. Cela étant, la prééminence du § 57 al. 1 AktG constitue peut-être une explication au fait que le droit allemand soit, tout comme le droit français, resté insensible aux assouplissements (voire à la suppression) de la prohibition de l'assistance financière par la directive 2006/68/CE.

#### B. Les assouplissements apportés par la directive 2006/68/CE.

La directive 2006/68/CE du 6 septembre 2006 vient assouplir, voire supprimer, l'interdiction de principe de l'assistance financière et donne aux États membres la faculté d'autoriser celle-ci – ces derniers étant cependant libres de maintenir une interdiction totale<sup>64</sup> – tout en la subordonnant à un certain nombre de conditions cumulatives<sup>65</sup>. Ces assouplissements, qui semblent s'inscrire dans un mouvement plus large de relativisation de la conception classique du capital social, ont été accueillis avec circonspection par l'opinion majoritaire en doctrine allemande<sup>66</sup>. Le nouvel article 23 § 1 de la deuxième directive est en effet rédigé comme suit : « *lorsque les États membres permettent à une société, directement ou indirectement, d'avancer des fonds, d'accorder des prêts ou de donner des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers, ils soumettent ces opérations aux conditions énoncées dans les deuxième, troisième et quatrième alinéas* ». Ces conditions ont un caractère cumulatif<sup>67</sup> : tout d'abord, l'opération de prêt ou de garantie doit avoir lieu à de justes conditions de marché sous la responsabilité de l'organe d'administration de la société octroyant l'assistance, afin d'éviter que le prêt ne soit consenti à un taux d'intérêt hors marché.

<sup>62</sup> M. Habersack, « Die finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs – Überlegungen zu Zweck und Anwendungsbereich des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG », *FS Röhrich*, p. 155

<sup>63</sup> J. Oechsler in : *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, § 71a n°10.

<sup>64</sup> B. Lecourt, « Directive n°2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la directive n°77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital », *Rev. sociétés* 2006, p. 673.

<sup>65</sup> Selon le n°5 de l'exposé des motifs de la directive 2006/68/CE, « *les États membres devraient pouvoir permettre aux sociétés anonymes d'accorder une aide financière en vue de l'acquisition de leurs actions par un tiers, dans la limite de leurs réserves distribuables, afin de renforcer la flexibilité face aux modifications de droits attachés à la participation au capital de la société. Cette possibilité devrait offrir des garanties au regard de l'objectif de la présente directive de protéger les intérêts tant des actionnaires que des tiers* ».

<sup>66</sup> V. en particulier les travaux du groupe de travail allemand sur le droit communautaire des sociétés (Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht), *ZIP* 863 (873) et W. Bayer, « Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht », *BB* 2004, 1 (8).

<sup>67</sup> T. Drygala, « Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach der Reform der Kapitalrichtlinie », *DK* 2007, 396 (397).

Ensuite, l'opération d'octroi de l'assistance doit être soumise, pour accord préalable, à l'assemblée générale, qui statue à la majorité qualifiée après qu'un rapport écrit lui exposant les motifs de l'opération et, entre autres, l'intérêt et les risques que celle-ci présente pour la société ainsi que le prix auquel le tiers est censé acquérir les actions ait été mis à sa disposition. Ensuite, l'aide financière accordée aux tiers ne doit pas rendre l'actif net de la société inférieur au montant du capital souscrit, augmenté des réserves que la loi ou les statuts ne permettent pas de distribuer. Enfin, la situation du tiers bénéficiaire de l'assistance financière « doit avoir été dûment examinée », afin de ne pas venir en aide financièrement à une société en situation économique précaire<sup>68</sup>.

La France a, pour l'instant, fait le choix de ne pas revenir sur la prohibition de l'assistance financière, toujours en vigueur à l'article L. 225-216 C. Com.. La chambre commerciale de la Cour de cassation adopte d'ailleurs une interprétation stricte de ce texte<sup>69</sup>. Selon certains commentateurs, le maintien d'une telle position, qualifiée de « *rigoriste* », est inopportune « à l'heure de la frilosité des prêteurs », car le dispositif d'autorisation de l'assistance financière tel qu'aménagé par le droit européen serait de nature à protéger les actionnaires et les créanciers sociaux de la société contre les risques inhérents à une telle assistance<sup>70</sup>. À l'instar du législateur français, l'Allemagne a, elle aussi, maintenu la même position afin d'assurer le respect du principe énoncé par le § 57 al. 1 AktG, selon lequel il est interdit de restituer leurs apports aux actionnaires (dans le cas où les candidats acquéreurs sont actionnaires). Une introduction en droit allemand des assouplissements prévus par la directive 2006/68/CE ne serait donc possible que dans l'hypothèse où le législateur allemand prévoit une modification du § 57 alinéa 1 AktG<sup>71</sup>.

## **Section 2 : La protection du potentiel futur actionnaire par une information adéquate : le prospectus d'émission (directive 2003/71/CE).**

Constituant une avancée majeure vers la création d'un marché unique des valeurs mobilières<sup>72</sup>, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et modifiant la directive 2001/34/CE

<sup>68</sup> M. Bringer, « Prohibition de l'assistance financière en France (C. Com., art. L. 225-216) : cette position rigoriste est-elle encore souhaitable à l'heure de la frilosité des prêteurs ? », *JCP E*, 28 mai 2009, n°22, 1554.

<sup>69</sup> Cass. Com. 15 novembre 1994 ; Cass. Com. 19 décembre 2000.

<sup>70</sup> M. Bringer, « Prohibition de l'assistance financière en France (C. Com., art. L. 225-216) : cette position rigoriste est-elle encore souhaitable à l'heure de la frilosité des prêteurs ? », *JCP E*, 28 mai 2009, n°22, 1554.

<sup>71</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 6 n°56.

<sup>72</sup> I. Le Gris/M.-L. Ossa-Daza, « Objectifs et enjeux de la directive n°2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières aux négociations », *Bull. Joly Bourse*, 1er janvier 2005, n°1, p. 5.

<sup>73</sup> La directive 2001/34/CE constituait elle-même le regroupement de quatre directives adoptées dans ce

a pour objet l'harmonisation des exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus devant être publié par les émetteurs de valeurs mobilières sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un État membre, ainsi que l'instauration d'un « passeport unique pour les émetteurs », consistant en un système d'autorisation unique visant à rendre le prospectus utilisable dans tous les États membres de l'UE<sup>74</sup>. Ce document est destiné à mettre un certain nombre d'informations financières et non financières essentielles à disposition des personnes souhaitant éventuellement acquérir des actions d'une société dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, et ainsi à protéger les potentiels futurs actionnaires par l'intermédiaire d'une obligation d'information de l'émetteur vis-à-vis de ceux-ci. Il incombait aux États membres de transposer cette directive avant la date butoir du 1<sup>er</sup> juillet 2005 : elle a été prise en compte par le droit français, dont le régime antérieur était assez proche de celui mis en place par la directive<sup>75</sup>, par la loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 (dite « loi pour la confiance et la modernisation de l'économie ») et par le droit allemand par la loi du 27 juin 2005 dite « loi de transposition de la directive Prospectus »<sup>76</sup>. Nous étudierons successivement l'obligation de publier un prospectus (§ 1), le contenu du prospectus (§ 2) et l'approbation et la diffusion du prospectus (§ 3).

### *§ 1 : L'obligation de publier un prospectus.*

L'obligation de publier un prospectus concerne toute offre au public de valeurs mobilières ainsi que toute admission de ces valeurs mobilières aux négociations sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un État membre. Selon l'article 2 § 1 point d. de la directive, l'offre au public de valeurs mobilières s'entend comme toute « communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire

---

domaine : la directive n°79/279/CEE du Conseil du 5 mars 1979 portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs ; la directive n°80/390/CEE du Conseil du 17 mars 1980 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs ; la directive n°82/121/CEE du 15 février 1982 relative à l'information périodique à publier par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs ; la directive n°88/627/CEE du Conseil du 12 décembre 1988, concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse.

<sup>74</sup> « Prospectus à publier en cas d'offre au public et en vue de l'admission à la négociation », <http://europa.eu/scadplus/leg/fr/lvb/l24033c.htm> (à jour du 01/04/2009).

<sup>75</sup> I. Le Gris/M.-L. Ossa-Daza, « Objectifs et enjeux de la directive n°2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières aux négociations », *Bull. Joly Bourse*, 1er janvier 2005, n°1, p. 5.

<sup>76</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, BGBl. I, 36, 27.06.2005, pages 01698-01719.

*ces valeurs mobilières.(...) ».* L'article 3 § 2 prévoit les cas dans lesquels l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas et l'article 4 prévoit un certain nombre de dérogations, que nous ne détaillerons pas ici. Lors de la transposition de la directive en droit français par la loi du 26 juillet 2005, le législateur a fait le choix de ne pas transposer littéralement cette définition, mais de maintenir la notion d'appel public à l'épargne figurant à l'article L. 411-1-2° C. mon. fin., en considérant que cette définition recouvrait la définition que la directive donne de l' « offre au public »<sup>77</sup>.

### § 2 : *Le contenu du prospectus.*

En application de l'article 5 de la directive, le prospectus doit présenter toute information relative à la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières propre à permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de la société et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés aux valeurs mobilières en question. Ces informations doivent être présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre, afin que les potentiels futurs actionnaires puissent prendre leur décision d'investir ou non en toute connaissance de cause. Le niveau minimum d'information à inclure dans le prospectus est fonction à la fois des informations nécessaires aux investisseurs, de la qualification des valeurs mobilières concernées, des différents types d'offres et d'admissions aux négociations sur un marché réglementé de titres autres que de capital, du schéma utilisé, et de la taille ou du statut public de l'émetteur (art. 7 § 2)<sup>78</sup>. Dans certains cas énumérés à l'article 8 § 2 (intérêt public, risque de préjudice grave porté à l'émetteur, importance mineure des informations), les États membres ont la possibilité d'accepter que certaines informations ne figurent pas dans le prospectus.

Le prospectus peut être établi sous la forme d'un document unique ou de plusieurs documents distincts. Dans cette dernière hypothèse, il doit subdiviser les informations nécessaires en un document d'enregistrement, une note relative aux valeurs mobilières et un résumé. Le document d'enregistrement doit contenir les informations relatives à l'émetteur et la note celles relatives aux valeurs mobilières offertes au public ou proposées aux négociations sur un marché réglementé (art. 5 § 3). Faisant également partie intégrante du prospectus, le résumé doit présenter brièvement les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières, ainsi que les risques qu'ils présentent. Dans ce dessein, et aux fins d'une accessibilité accrue, il doit utiliser un vocabulaire « non technique » (art. 5 § 2).

---

<sup>77</sup> D. Gewinner et C. Uzan, « La transposition de la directive « prospectus » en droit français », *Bull. Joly Bourse*, 1 juillet 2005, n°4, p. 375.

<sup>78</sup> I. Le Gris/M.-L. Ossa-Daza, « Objectifs et enjeux de la directive n°2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières aux négociations », *Bull. Joly Bourse*, 1er janvier 2005, n°1, p. 5.

La responsabilité civile des membres des organes d'administration ou de direction à raison des informations fournies par le prospectus est prévue par l'article 6 § 1. Afin de faciliter la mise en oeuvre de celle-ci, le prospectus doit identifier clairement les personnes responsables par leur nom et fonction. Cependant, malgré l'importance qu'elle semble conférer au résumé, la directive prévoit que le régime de responsabilité y attaché est restrictif, puisqu'en vertu de l'article 6 § 2, aucune responsabilité civile ne saurait être imputée à quiconque sur la base du seul résumé ou de sa traduction, à moins que son contenu soit trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus.

### *§ 3 : L'approbation et la diffusion du prospectus.*

Aucun prospectus ne peut être diffusé avant que l'autorité compétente de l'État membre d'origine ne l'ait approuvé (art. 13 § 1) c'est-à-dire ait constaté qu'il est « *complet* [et que] *les informations qu'il contient sont cohérentes, [et] qu'il est compréhensible* » (art. 2 § 1 point q). La compétence pour l'approbation du prospectus revient à l'autorité compétente de l'État où se trouve le siège statutaire de l'émetteur. Cependant, dans certains cas, une liberté de choix est donnée à l'émetteur. En France, l'autorité compétente est l'AMF et, en Allemagne, la *BaFin*. Ces autorités disposent de certains pouvoirs : parmi leurs prérogatives, la plus importante est celle de requérir de l'émetteur des informations ou des documents supplémentaires, si cela est nécessaire afin d'assurer la protection des investisseurs (art. 21 § 3). L'autorité peut également refuser cette approbation.

Lorsqu'il a fait l'objet de l'approbation, le prospectus est déposé auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine et mis à la disposition du public par l'émetteur dans un délai raisonnable avant le début ou au plus tard au début de l'offre au public ou de l'admission aux négociations des valeurs mobilières concernées. À compter de cette publication, les autorités compétentes des États membres d'accueil ne peuvent refuser un prospectus approuvé par l'État membre d'origine. Si elles estiment que les informations qu'il contient sont incomplètes, elles peuvent seulement attirer l'attention de l'autorité de l'État membre d'origine sur la nécessité de fournir de nouvelles informations (art. 17). L'autorité compétente de l'État membre d'accueil conserve également le droit, si la protection des investisseurs l'exige, de demander aux émetteurs d'inclure dans leur prospectus des informations supplémentaires (art. 23 § 1 point a.) ainsi que d'exiger la traduction du résumé dans sa langue officielle (art. 19 § 2, 19 § 3 et 19 § 4).

## **Chapitre second : L'appréhension des droits essentiels de l'actionnaire par le droit de l'Union européenne.**

Parmi les droits essentiels des actionnaires, le droit européen des sociétés aborde le principe d'égalité de traitement des actionnaires (Section 1), le droit des actionnaires à une information adéquate (Section 2), ainsi que le droit de participer à la vie de la société dans le cadre de l'assemblée générale (Section 3).

### **Section 1 : Le principe d'égalité de traitement des actionnaires.**

Le principe d'égalité de traitement des actionnaires a trouvé une certaine consécration au sein des droits nationaux des sociétés, même s'il relève davantage du domaine juridique que de la réalité économique<sup>79</sup>. En droit français, il n'a pas été consacré par une règle de portée générale, mais par des dispositions éparses, qui concernent en particulier la participation de l'actionnaire à la vie sociale<sup>80</sup> ou ses droits patrimoniaux<sup>81</sup>, ainsi que par le Conseil constitutionnel<sup>82</sup>, de telle façon que l'on peut considérer qu'il constitue un principe général du droit français des sociétés<sup>83</sup>. La loi allemande relative aux sociétés par actions contient en revanche une consécration législative générale de ce principe à laquelle il a été procédé lors de la transposition de l'article 42 de la deuxième directive<sup>84</sup>, mais qui existait antérieurement au titre d'un principe général de droit des sociétés<sup>85</sup>. Le § 53a AktG dispose en effet que les actionnaires « *se trouvant dans des conditions identiques doivent faire l'objet d'un traitement identique* », ce qui implique une interdiction des différences discrétionnaires de traitement, mais pas de celles qui seraient justifiées par des circonstances objectives<sup>86</sup>.

Ce principe existant en droits français et allemand, il eut été surprenant de ne point en trouver l'expression au sein des directives européennes de droit des sociétés : s'il est affirmé par certaines d'entre elles dans leurs domaines d'application matériels respectifs (§ 1), il faut cependant constater qu'il ne constitue pas un obstacle à un traitement spécifique des actionnaires minoritaires dans certaines situations (§ 2).

---

<sup>79</sup> J. Mestre, « L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé) », *Rev. sociétés* 1989, p. 398 (398).

<sup>80</sup> Art. 1844 C. Civ. ; L. 223-28 et L. 225-122 C. Com.

<sup>81</sup> Art. 1843-2 et 1844-1 C. Civ.

<sup>82</sup> Conseil Constitutionnel, 7 janvier 1988, n°87-232 DC.

<sup>83</sup> J. Mestre, « L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé) », *Rev. sociétés* 1989, p. 398 (405).

<sup>84</sup> Bungeoth in : *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, § 53a, n.1.

<sup>85</sup> J. Lösekrug, *Die Umsetzung der Kapital-, Verschmelzungs- und Spaltungsrichtlinie der EG in das nationale deutsche Recht*, p. 209.

<sup>86</sup> BGHZ 33, 175.

§ 1 : L'affirmation « sectorielle » du principe d'égalité de traitement.

Le principe de l'égalité de traitement des actionnaires est affirmé par différentes directives intervenant dans des domaines distincts, à tel point que certains auteurs considèrent qu'il constitue une « pierre angulaire » du droit européen des sociétés<sup>87</sup>. Cependant, il ne s'agit dans chacune de ces directives que d'une affirmation du principe d'égalité que l'on peut qualifier de « sectorielle », dans la mesure où chacun de ces textes possède un domaine d'application bien défini<sup>88</sup>.

Le premier texte européen faisant référence à ce principe est l'article 42 de la deuxième directive, selon lequel « les législations des Etats membres garantissent un traitement égal des actionnaires qui se trouvent dans des conditions identiques » dans le cadre de l'application de ladite directive. Il impose notamment un traitement égalitaire des actionnaires lors des augmentations ou des réductions de capital social, en particulier en ce qui concerne le droit préférentiel de souscription. La directive 2004/25/CE sur les OPA pose également pour principe général que « tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent » (art. 3, point a). Cette exigence d'égalité de traitement dans le cadre des offres publiques d'acquisition trouve sa concrétisation dans les dispositions de la directive relatives au prix proposé aux actionnaires et au système de l'offre obligatoire<sup>89</sup>.

Le principe d'égalité de traitement est également affirmé par l'article 17 de la directive 2004/109/CE, dite « Directive Transparence », selon lequel la société dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé doit « assurer l'égalité de traitement de tous les détenteurs d'actions qui se trouvent dans une situation identique », ainsi que par l'article 4 de la directive 2007/36/CE concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées, qui dispose que « la société veille à assurer l'égalité de traitement de tous les actionnaires qui se trouvent dans une situation identique en ce qui concerne la participation et l'exercice des droits de vote à l'assemblée générale ». Une forme particulière de l'égalité de traitement a été réalisée par cette directive : il s'agit de celle entre, d'une part, les actionnaires qui résident sur le territoire de l'Etat membre de la société dont ils sont actionnaires, et, d'autre part, ceux qui n'y résident pas (actionnaires dits « non-résidents »)<sup>90</sup>. Elle est affirmée par l'article 4 de ce texte et réaffirmée par son article 5 § 2, qui exige un accès « non discriminatoire » à la convocation à l'assemblée générale et aux autres informations devant être mises à la disposition des actionnaires.

<sup>87</sup> W. Schön, « Das Bild des Gesellschafters im Europäischen Gesellschaftsrecht », *RabelZ* Bd. 64 (2000), p. 25.

<sup>88</sup> D. Verse, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften*, p. 98.

<sup>89</sup> Sur l'égalité de traitement dans le cadre des offres publiques d'acquisition, voir deuxième partie, Chapitre 3, Section 1, § 2.

<sup>90</sup> C. Malecki, « L'actionnaire sans frontières et la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly Sociétés*, 1 septembre 2007, p. 927, n°1.

Il se dégage de chacun de ces textes que le principe de l'égalité de traitement entre actionnaires n'est applicable que dans la mesure où ceux-ci se trouvent dans une « *situation identique* » ou dans des « *conditions identiques* ». À l'inverse, il ne s'applique donc pas lorsque les actionnaires ne se trouvent pas dans « *une situation identique* », ce qui doit être déterminé par référence à la législation nationale applicable, qui, comme les droits français et allemand, peut prévoir un seuil de participation minimale comme condition préalable à l'exercice d'un droit, et aux statuts de la société, qui peuvent par exemple prévoir l'existence d'action de préférence<sup>91</sup>. De plus, le législateur européen a considéré que le principe d'égalité de traitement des actionnaires ne constitue pas un obstacle à une protection spécifique des actionnaires minoritaires, dans la mesure où ils se trouvent le plus souvent dans une position de faiblesse vis-à-vis des actionnaires majoritaires.

*§ 2 : Un principe qui ne fait pas obstacle à une protection spécifique des actionnaires minoritaires.*

L'actionnaire minoritaire peut être défini comme tout apporteur de capitaux qui « *en raison, de la faiblesse de son apport, n'a pas droit de regard sur la gestion des dirigeants d'une société. Les minoritaires se distinguent des majoritaires par l'influence qu'ils peuvent avoir en assemblée* »<sup>92</sup>. Même si le principe de l'égalité de traitement des actionnaires, majoritaires comme minoritaires, est affirmé à diverses reprises par des directives européennes de droit des sociétés, force est de constater qu'il ne fait pas obstacle à la prise en considération par celles-ci de la position d'actionnaire minoritaire et à l'édiction de dispositions protégeant spécifiquement celui-ci. Ainsi, certaines directives prévoient un traitement différencié en sa faveur, ayant vocation à compenser les inconvénients découlant de sa position de minoritaire « *soumis à la loi de la majorité qui règne dans les sociétés par actions* »<sup>93</sup>.

Tel est le cas de la directive 2005/56/CE sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux, dont l'article 10 § 3 prend en considération une procédure prévue par les droits allemand et autrichien qui permet aux actionnaires s'estimant lésés par le rapport d'échange des actions convenu au projet de fusion et approuvé par l'assemblée générale des actionnaires de contester cette parité d'échange. De la même façon, l'article 4 § 2 de cette directive donne aux législateurs nationaux la faculté d'adopter « *des dispositions destinées à assurer une protection appropriée aux associés minoritaires qui se sont prononcés contre la fusion transfrontalière* ». Comme nous le verrons ultérieurement, l'Allemagne a utilisé cette disposition pour conférer un droit de retrait aux actionnaires minoritaires (§ 122i UmwG). De

<sup>91</sup> D. Verse, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften*, p. 100.

<sup>92</sup> V. Magnier (sous la direction de), *L'entreprise et le droit communautaire : quel bilan pour un cinquantenaire ?*, p. 78.

<sup>93</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, n°1597.

façon similaire, si la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant OPA énonce, d'une part, au titre des principes généraux OPA que « *tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent* », ses articles 15 et 16 prévoient, d'autre part, des mécanismes de retrait et de rachat obligatoires s'appliquant uniquement aux actionnaires minoritaires.

## **Section 2 : L'information des actionnaires, préalable indispensable à une participation éclairée aux décisions sociales.**

De façon générale, les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé sont tenues à une certaine transparence à l'égard du marché et des acteurs y intervenant. Cette transparence se traduit par la multiplication des obligations d'information incombant aux sociétés<sup>94</sup>. Du point de vue de l'actionnaire, une information la plus complète et pertinente possible constitue un droit essentiel, dans la mesure où elle lui permet de participer en toute connaissance de cause à la vie de la société, et en particulier aux décisions qui devront être prises dans le cadre de l'assemblée générale.

En droit européen des sociétés, diverses directives sont venues conférer, de façon éparse, un droit de l'actionnaire de se voir mettre à disposition un corpus d'informations diverses. Deux textes sont cependant d'une importance primordiale : d'une part, la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004<sup>95</sup>, préconisée dans le cadre du plan d'action sur les services financiers<sup>96</sup> et baptisée « directive transparence », constitue un texte essentiel visant à « *renforcer la transparence en imposant des obligations d'information précises et régulières aux émetteurs de valeurs mobilières* »<sup>97</sup>. D'autre part, la directive 2007/36/CE concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées<sup>98</sup> aborde le droit à l'information de l'actionnaire sous l'angle spécifique de la période de préparation des assemblées générales.

L'information qui doit être mise à la disposition des actionnaires peut être de nature périodique (§ 1) ou continue (§ 2). Elle peut également s'inscrire dans le processus de préparation de l'assemblée générale (§ 3). Par ailleurs, les actionnaires se voient conférer un droit à une information adéquate dans le cadre de certaines opérations spécifiques dont la société fait l'objet. Nous aborderons ces obligations d'information dans le cadre de notre

---

<sup>94</sup> A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier*, n°1452.

<sup>95</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE (J.O.U.E L 390 du 31 décembre 2004, p. 38-57).

<sup>96</sup> H. Grignon Dumoulin, « Commentaire de la directive « transparence » du 15 décembre 2003 et de la directive d'exécution du 8 mars 2007 sur les obligations d'information des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2007, p. 281.

<sup>97</sup> « Transparence de l'information sur les émetteurs de valeurs mobilières », <http://europa.eu/scadplus/leg/fr/lvb/l22022.htm> (consulté le 01.04.2009).

<sup>98</sup> Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées (J.O.U.E L 184 du 14 juillet 2007, p. 17-24).

seconde partie.

### *§ 1 : L'information périodique.*

Au titre de l'information périodique, la directive « transparence », qui définit les exigences d'informations à divulguer par les émetteurs qui ont des valeurs mobilières négociées sur un marché réglementé<sup>99</sup>, prévoit que la société doit mettre ses rapports financiers annuels et semestriels à disposition de ses actionnaires. Le rapport financier annuel doit être publié au plus tard quatre mois après la fin de chaque exercice. La société doit veiller à ce que ce rapport reste à disposition du public pendant une durée minimale de cinq années (art. 4 § 1). Il doit comprendre les états financiers ayant fait l'objet d'un audit, le rapport de gestion et les déclarations des personnes responsables au sein de la société certifiant que, à leur connaissance, les états financiers publiés donnent une image fidèle et honnête de la situation de la société (article 4 § 2).

Le rapport financier semestriel prévu à l'article 5 couvre les six premiers mois de chaque exercice et doit être publié au plus tard deux mois après la fin du semestre. À l'instar du rapport financier annuel, il doit rester à la disposition du public pendant une durée minimale de cinq années (art. 5 § 1). Il comprend un jeu d'états financiers résumés, un rapport de gestion intermédiaire et les déclarations des personnes responsables au sein des organes d'administration et de direction.

Par ailleurs, les organes de direction et d'administration ont l'obligation, en vertu de l'article 6, de publier deux déclarations intermédiaires : une première pendant le premier semestre de l'exercice, et la seconde pendant le second semestre de cet exercice. Cette déclaration doit être établie dans un délai débutant dix semaines après le début du semestre concerné et se terminant six semaines avant la fin de ce semestre.

### *§ 2 : L'information continue.*

L'obligation d'information dite « continue » prévue par la directive « transparence » concerne principalement les modifications de la structure des participations importantes se répercutant sur la répartition des droits vote, qui peuvent résulter d'une acquisition ou d'une cession d'actions auxquelles des droits de vote sont attachés, ou d'une acquisition ou cession de pourcentages importants de droits de vote par une personne physique ou morale qui a le droit d'acquérir, de céder ou d'exercer ces droits de vote. Dans ce cadre, les articles 9 et 10 de la directive constituent des dispositions essentielles.

En application de l'article 9, le détenteur d'actions qui acquiert ou cède des actions

---

<sup>99</sup> H. Grignon Dumoulin, « Commentaire de la directive « transparence » du 15 décembre 2003 et de la directive d'exécution du 8 mars 2007 sur les obligations d'information des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2007, p. 281.

d'une société cotée auxquelles sont attachés des droits de vote est dans l'obligation de notifier à la société le pourcentage des droits de vote détenus par ledit détenteur d'actions suite à l'acquisition ou la cession, dans la mesure où ce pourcentage atteint ou passe en deçà de certains seuils<sup>100</sup>. Cette obligation incombe également aux détenteurs de titres en cas de franchissement de seuil passif, c'est-à-dire lorsqu'un seuil est franchi « à la suite d'événements modifiant la répartition des droits de vote » (article 9 § 2). Certaines exemptions à cette obligation de déclaration de franchissement de seuils sont prévues par la directive (art. 9 § 4, 9 § 5 et 9 § 6).

L'article 10, qui est similaire à l'article 92 de la directive n°2001/34/CE, a pour objectif de prendre en compte l'ensemble des situations dans lesquelles une personne qui ne détient pas des droits de vote est en mesure de les acquérir, les céder, ou les exercer. Cette disposition vise à éviter le non-respect des prescriptions de l'article 9 lorsqu'un tiers serait en mesure d'exercer une influence sur les droits de vote, mais aussi à assurer une transparence quant aux personnes qui peuvent exercer une influence réelle en matière de droit de vote lors des assemblées générales (par exemple, en cas d'action de concert, ou de mandats ou pouvoirs remis au président du conseil d'administration sans instruction précise des détenteurs pour voter à leur place en assemblée...) <sup>101</sup>.

L'article 13 prévoit la même obligation en cas de détention directe ou indirecte par une personne physique d'instruments financiers lui donnant le droit d'acquérir, de sa propre initiative uniquement, en vertu d'un accord formel, des actions d'un émetteur déjà émises et auxquelles sont attachés des droits de vote. Concernant la détention par la société de ses propres actions, l'article 14 assujettit les sociétés à une obligation de publicité lors du franchissement des seuils respectifs de 5 % et 10 %.

Les obligations d'information prévues par les articles 9 et 10 doivent être satisfaites dans un délai de quatre jours à compter du jour de cotation suivant la date à laquelle le détenteur d'actions, ou la personne physique ou morale visée à l'article 10, a connaissance de l'acquisition ou de la cession, ou de la possibilité d'exercer les droits de vote, quelle que soit la date à laquelle l'acquisition, la cession ou la possibilité d'exercer les droits de vote prend effet. Cette notification est adressée à l'émetteur des actions en question. Ce dernier est alors dans l'obligation de publier les informations contenues dans la notification dans un délai de trois jours de bourse à compter de la réception (art. 12).

---

<sup>100</sup> Les seuils prévus par l'article 9 de la directive « transparence » sont les suivants : 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % et 75 %.

<sup>101</sup> H. Grignon Dumoulin, « Commentaire de la directive « transparence » du 15 décembre 2003 et de la directive d'exécution du 8 mars 2007 sur les obligations d'information des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2007, p. 281, n°13.

### § 3 : L'information préalable à l'assemblée générale des actionnaires.

La directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, qui vise à encourager la participation des actionnaires aux assemblées en améliorant leur information et en facilitant l'exercice de leur droit de vote<sup>102</sup>, contient certaines dispositions ayant pour objectif de mettre les actionnaires en position de « voter de manière informée lors de l'assemblée générale »<sup>103</sup>. L'article 5 de la directive est, à cet égard, une disposition essentielle.

D'une part, la convocation doit avoir lieu au plus tard le vingt-et-unième jour avant la date de l'assemblée générale. Ce délai peut être réduit à quatorze jours lorsque les actionnaires ont la possibilité de voter par voie électronique et que l'assemblée générale accepte le principe du raccourcissement du délai à une majorité qualifiée des deux tiers des votes attachés aux actions représentées ou du capital souscrit représenté et pour une durée qui ne peut aller au-delà de l'assemblée générale annuelle suivante. Dans tous les cas, il doit être possible pour l'actionnaire d'accéder à la convocation « rapidement » et « de manière non discriminatoire ».

D'autre part, cette convocation doit contenir certaines mentions énoncées par la directive : date et lieu de l'assemblée générale, projet d'ordre du jour, procédure à suivre pour voter par procuration, documents destinés à être présentés à l'assemblée. Si ces dispositions sont de nature relativement classique, le caractère novateur de la directive s'exprime principalement dans « l'accent mis sur l'information en temps réel »<sup>104</sup>. En effet, l'article 5-4, point d) prévoit que « les projets de résolution soumis par les actionnaires sont ajoutés au site Internet dès que possible après réception par la société » et que « pendant une période ininterrompue commençant au plus tard le vingt et unième jour précédant la date de l'assemblée générale et incluant le jour de l'assemblée », la société doit, sur son site Internet, mettre à la disposition de ses actionnaires un ensemble d'informations destinées à permettre un vote éclairé dans le cadre de l'assemblée générale des actionnaires (convocation, documents destinés à être présentés à l'assemblée générale, projets de résolution). Doivent également être mis en ligne les formulaires à utiliser pour voter par procuration ou par correspondance, sauf si ces formulaires sont adressés directement à chaque actionnaire.

La loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (dite loi « NRE ») avait d'ores et déjà fortement favorisé l'introduction des nouvelles technologies dans le déroulement des assemblées générales, de telle façon que les exigences

---

<sup>102</sup> H. Guyader, « L'actionnaire transnational et la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 », *Bull. Joly Bourse*, 1 juin 2008, n°30, p. 265.

<sup>103</sup> Considérant n°6 de la directive 2007/36/CE.

<sup>104</sup> C. Malecki, « L'actionnaire sans frontières et la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly Sociétés*, 1 septembre 2007, p. 927, n°4.

en matière de transposition, si elles existaient, étaient assez restreintes. À cet égard, les articles R. 225-61 C. Com. et suivants ont été complétés par le décret n°2010-684 du 23 juin 2010 relatif aux droits des actionnaires de sociétés cotées. Il faut en particulier souligner l'apparition d'un nouvel article R. 225-73-1 du Code de commerce, qui transpose l'article 5 § 4. Quant à la loi allemande relative aux sociétés par actions, elle a été mise en conformité avec les dispositions de la directive par la « loi de transposition de la directive sur les droits des actionnaires » du 30 juillet 2009<sup>105</sup>. Un § 124a AktG a été inséré, selon lequel les documents nécessaires doivent être publiés sur Internet « *immédiatement après* » la publication de la convocation<sup>106</sup>.

### **Section 3 : L'assemblée générale, lieu d'expression de la démocratie actionnariale.**

À côté d'un important droit à l'information, le droit de participation aux décisions collectives apparaît, en droit européen des sociétés, comme un droit essentiel de l'actionnaire<sup>107</sup>. Ce droit de participation trouve son expression principale dans le droit de vote, qui s'exerce dans le cadre de l'assemblée générale des actionnaires, organe au sein duquel sont en principe prises toutes les décisions importantes concernant la société. C'est pourquoi le droit européen confère un pouvoir considérable à cette assemblée (§ 1). Un texte européen spécifique, la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées, tend d'ailleurs à faciliter l'exercice des droits des actionnaires au sein de cet organe (§ 2).

#### *§ 1 : Le rôle conféré à l'assemblée générale des actionnaires.*

L'assemblée générale des actionnaires est « *l'organe supérieur de la société* », en ce sens qu'elle prend les décisions dépassant la gestion quotidienne, désigne les autres organes sociaux, met fin à leurs fonctions et dispose seule de la compétence de modifier les statuts<sup>108</sup>. Il convient, en droit français comme en droit allemand, de différencier l'assemblée générale ordinaire de l'assemblée générale extraordinaire : la première se réunit au cours de la vie de la société dans un but autre que celui de modifier les statuts (elle se prononce essentiellement sur les comptes sociaux et l'organisation interne de la société, et autorise les actes de gestion ne pouvant être accomplis sur la seule décision des dirigeants), tandis que la compétence essentielle de la seconde consiste en cette possibilité de modification du pacte social<sup>109</sup>. Si ces

<sup>105</sup> Gesetz zur Umsetzung der Aktionärrechterichtlinie, du 30.07.2009, BGBl. I, page 2479 et suivantes.

<sup>106</sup> C. Bosse, « Grünes Licht für das ARUG : das Aktienrecht geht online », *NZG* 2009, 807 (810).

<sup>107</sup> W. Schön, « Das Bild des Gesellschafters im Europäischen Gesellschaftsrecht », *RabelZ* Bd. 64 (2000), p. 27.

<sup>108</sup> Y. Guyon, *Droit des affaires – Tome 1 – Droit commercial général et sociétés*, n°289.

<sup>109</sup> V. Magnier, *Droit des sociétés*, n°489.

assemblées sont conçues sur un modèle démocratique, la faible participation des actionnaires rend la prééminence de cet organe plus théorique qu'effective<sup>110</sup>. Des efforts ont cependant été effectués par les législateurs nationaux comme européen durant ces dernières années afin de favoriser la participation des actionnaires aux assemblées, en particulier grâce à une information accrue et à l'utilisation des nouvelles technologies de l'information. Tel est en partie l'objet de la directive du 11 juillet 2007.

En droit européen des sociétés, l'accent est très fréquemment mis sur le rôle de l'assemblée générale et donc, indirectement, sur celui de l'actionnaire dans le processus de prise de décision. Ainsi, dans le cadre des transformations de sociétés, les directives exigent qu'ait lieu un vote de l'assemblée générale de chacune des sociétés participantes pour que l'opération puisse se réaliser<sup>111</sup>. De même, en matière d'augmentation et de réduction du capital social, la deuxième directive prévoit expressément la compétence de principe de l'assemblée générale (art. 25 et 30). La CJCE sanctionne d'ailleurs sévèrement toute violation de cette compétence<sup>112</sup>. Cette même directive prévoit également l'intervention de l'assemblée générale en cas de perte grave du capital souscrit (article 17), d'achat par la société de ses propres actions (article 18) et de suppression du droit préférentiel de souscription (article 30). Enfin, en matière d'OPA, la directive 2004/25/CE contient une disposition conférant un important pouvoir à la seule assemblée générale : celui d'autoriser les mesures visant à faire échouer l'offre (article 9 § 2). La transposition de cette disposition est cependant optionnelle pour les Etats membres (article 12).

Ces pouvoirs dévolus à l'assemblée générale des actionnaires n'ont de valeur que dans la mesure où les actionnaires sont mis en position d'exercer effectivement leurs droits de participation. Tel est l'objectif de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007.

*§ 2 : La consécration de l'« actionnaire sans frontières »<sup>113</sup> par la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.*

La directive 2007/36/CE fixe des normes d'exigences communes concernant les droits des actionnaires de sociétés cotées dont les actions sont assorties de droit de vote. Elle a pour objectif de faciliter l'exercice des droits des actionnaires dans les assemblées générales, notamment sur une base transfrontalière, en prenant en compte les possibilités offertes par les technologies modernes<sup>114</sup>. Elle vise non seulement – comme nous l'avons vu précédemment

<sup>110</sup> V. Magnier, *Droit des sociétés*, n°487.

<sup>111</sup> Article 7 de la directive 78/855/CEE ; Article 5 de la directive 82/891/CEE ; Article 9 de la directive 2005/56/CE.

<sup>112</sup> v. Partie 2, Chapitre 1, Section 1, § 1.

<sup>113</sup> C. Malecki, « L'actionnaire sans frontières et la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly Sociétés*, 1 septembre 2007, p. 927.

<sup>114</sup> « Droit des actionnaires des sociétés cotées », <http://europa.eu/scadplus/leg/fr/lvb/l33285.htm>. (Consulté le

avec l'étude de l'article 5 de ce texte – à pallier l'accès difficile et lent à l'information des actionnaires non-résidents (qui détiennent le tiers du capital social des sociétés cotées dans l'UE), mais encore à rendre plus facile l'exercice du droit de vote à distance en procédant à la simplification des conditions auxquelles celui-ci est soumis<sup>115</sup>.

Parmi les droits conférés à l'actionnaire figure celui d'inscrire, individuellement ou collectivement, des points à l'ordre du jour et de déposer des projets de résolution (art. 6). Les législations nationales peuvent subordonner l'exercice de ce droit à une participation minimale dans le capital de la société, qui ne doit pas dépasser 5 %. Le droit français prévoit un tel seuil minimal de 5 % (art. L. 225-105 C. Com). Il en est de même de la loi allemande relative aux sociétés par actions (§ 122, al. 2 AktG). En application de l'article 9 de la directive, chaque actionnaire dispose par ailleurs du droit de poser des questions concernant des points inscrits à l'ordre du jour de l'assemblée générale, et la société a l'obligation de répondre à celles-ci. Les Etats membres sont cependant en droit de prendre, ou de permettre aux sociétés de prendre des mesures permettant de s'assurer de l'identification des actionnaires, du bon déroulement des assemblées générales et de leur préparation, ainsi que de la protection de la confidentialité et des intérêts commerciaux des sociétés.

Les dispositions de la directive qui participent sans doute le plus à la consécration de la notion d'actionnaire transnational concernent les modalités de l'exercice du droit de vote des actionnaires. Elles prévoient tout d'abord que la participation et le vote à l'assemblée générale ne peuvent être soumis à aucune limitation particulière autre que la date d'enregistrement : les personnes ayant la qualité d'actionnaire à cette date fixée par chacun des Etats membres sont ainsi habilitées à voter lors de l'assemblée (art. 7). L'article 8 de la directive constitue une ouverture majeure<sup>116</sup>, en ce qu'il contraint les Etats membres à autoriser les sociétés à offrir à leurs actionnaires « *toute forme de participation à l'assemblée générale par voie électronique* ». Il précise par ailleurs que l'utilisation des moyens électroniques ne peut être soumise à aucune autre exigence ou contrainte que celles qui sont nécessaires à l'identification des actionnaires et à la sécurité de la communication électronique, et uniquement dans la mesure où elles sont proportionnées à la réalisation de ces objectifs. Cette disposition accrédite l'hypothèse selon laquelle « *la présence physique de la personne est toujours plus insignifiante* »<sup>117</sup>. Elle ne constitue cependant pas une nouveauté pour le droit français, dans la mesure où, depuis la loi NRE, les sociétés peuvent prévoir dans leurs statuts la possibilité de participer à distance à l'assemblée générale, par visioconférence ou par internet (art. L. 225-107-II, R. 225-72 et R. 225-86 C. Com.)<sup>118</sup>. Le droit allemand a

01.04.2009)

<sup>115</sup> B. Lecourt, « Proposition de directive visant à faciliter l'exercice transfrontalier des droits des actionnaires dans les sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2006, p. 200.

<sup>116</sup> H. Guyader, « L'actionnaire transnational et la directive 2007/36/CE », *Bull. Joly Bourse*, 1 juin 2008, p. 265.

<sup>117</sup> H. Lécuyer, « Internet au secours de la démocratie actionnariale », *Comm. Com. électr.*, 11/2005, comm. 174.

<sup>118</sup> M. Storck, « Gouvernement d'entreprise : la directive concernant « l'exercice de certains droits des

pris en compte cette possibilité de participation par voie électronique à l'assemblée générale en insérant au sein de la loi allemande relative aux sociétés par actions une disposition selon laquelle les statuts peuvent prévoir, ou laisser à l'appréciation du directoire d'organiser un tel mode de participation aux assemblées générales (§ 118 al. 2 AktG)<sup>119</sup>.

Un autre point essentiel relatif au droit de vote des actionnaires concerne la représentation, c'est-à-dire l'exercice des droits de vote non pas par les actionnaires en personne, mais par des intermédiaires – des mandataires – ou par le biais d'un vote par procuration. Les règles en vigueur sur ce point au sein de l'UE étaient très différentes, certaines ayant un caractère très restrictif<sup>120</sup>. En vertu de l'article 10, chaque actionnaire peut voter par procuration en confiant ce document à toute personne physique ou morale aux fins de participer à l'assemblée générale et d'y exercer ses droits en son nom. Les Etats membres doivent supprimer toute restriction quant aux personnes pouvant être mandatées par un actionnaire, à l'exception de l'exigence de capacité juridique. Des restrictions en cas de conflits d'intérêts potentiels entre le mandataire et l'actionnaire sont cependant possibles. Les législations nationales doivent autoriser les actionnaires à désigner et révoquer leur mandataire par voie électronique. Elles ne peuvent soumettre la validité d'une procuration à une exigence de forme autre que la forme écrite. Les Etats membres doivent par ailleurs, en application de l'article 11, autoriser les sociétés à offrir à leurs actionnaires la possibilité de voter par correspondance avant l'assemblée générale. La transposition de ces dispositions se trouve, en droit français, aux articles L. 225-106 et L. 225-107 C. Com. (ainsi qu'aux dispositions réglementaires correspondantes) et, en droit allemand, au § 118, al. 1 AktG.

---

actionnaires de sociétés cotées » a été définitivement adoptée et publiée par la Commission européenne le 11 juin 2007 », *RTD Com.* 2007, p. 562.

<sup>119</sup> C. Bosse, « Grünes Licht für das ARUG : das Aktienrecht geht online », *NZG* 2009, 807 (809).

<sup>120</sup> Klaus-Heiner Lehne, rapporteur, à l'occasion des débats du 15 février 2007 relatifs à la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés COM(2005)0685 – C6 – 0003/2006 – 2005/0265 (COD).

## **Seconde partie : La protection de l'actionnaire par le droit de l'Union européenne à l'occasion d'opérations spécifiques portant sur la société**

Le droit européen des sociétés met en place une protection des actionnaires, et en particulier des actionnaires minoritaires, lors des opérations afférentes au capital social (Chapitre premier), lors des fusions et scissions de société (Chapitre second), ainsi que dans le cadre des offres publiques d'acquisition (Chapitre 3).

### **Chapitre premier : La protection de l'actionnaire dans le cadre des opérations afférentes au capital social.**

La protection de l'actionnaire dans le cadre des opérations afférentes au capital social est assurée d'une part par le rôle dévolu à l'assemblée générale des actionnaires (Section 1), et d'autre part par le droit préférentiel de souscription, en principe conféré à chaque actionnaire (Section 2). Il y a par ailleurs lieu d'aborder succinctement la question de la réduction de capital social par retrait forcé d'actions (Section 3).

#### **Section 1 : Le rôle de l'assemblée générale des actionnaires.**

Comme nous l'avons vu précédemment, une fonction éminente est conférée par le législateur européen à l'assemblée générale des actionnaires : ce principe trouve l'une de ses expressions les plus marquées dans les dispositions relatives aux modifications du capital social. Ainsi, l'assemblée générale se voit conférer une compétence de principe pour décider des augmentations et des réductions du capital social (§ 1), ainsi qu'un rôle important en cas de perte grave du capital souscrit (§ 2).

##### *§ 1 : La compétence de principe de l'assemblée générale.*

En application des articles 25 § 1 et 30 § 1 de la deuxième directive, toute augmentation ou réduction du capital social doit être au moins subordonnée à une décision de l'assemblée générale statuant à une majorité qui ne peut être inférieure aux deux tiers des voix afférentes soit aux titres représentés, soit au capital souscrit représenté (règle de majorité prévue par l'article 40 § 1). Ces dispositions visent à protéger l'intérêt des « anciens » actionnaires, qui réside dans le maintien de leur quote-part de participation dans la société et de leurs droits patrimoniaux et extra-patrimoniaux y correspondant, en leur conférant le pouvoir de décision relatif à la modification du capital social<sup>121</sup>.

---

<sup>121</sup> H. Hirte, « Kapitalschutz (Gläubiger- und Eignerschutz im Europäischen Recht) », in Grundmann (Hrsg.), *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts*, 2000, p. 211 (222).

La CJCE a eu l'occasion de réaffirmer le principe de la primauté de l'assemblée générale dans ce processus de décision en condamnant à plusieurs reprises des dispositions de droit grec des sociétés, qui permettaient à une administration publique de procéder à des augmentations du capital social de sociétés privées à des fins d'assainissement financier, sans le consentement des actionnaires. Dans ce cadre, la décision *Karella*, rendue en 1991, est d'une importance particulière<sup>122</sup>. Dans cette décision, la CJCE a décidé que l'article 25 § 1 de la deuxième directive a un effet direct envers les administrations publiques et est donc « susceptible d'être invoqué devant les juridictions nationales par un particulier à l'encontre des autorités publiques ». Par conséquent, l'article 25 § 1 fait « obstacle à une réglementation nationale qui, afin d'assurer la survie et la continuation de l'activité des entreprises (...) prévoit qu'il peut être décidé par acte administratif d'augmenter leur capital social (...) ». La CJCE a confirmé et complété cette position dans d'autres décisions ultérieures<sup>123</sup>.

La sanction de toute violation de ces dispositions doit être déterminée par les législateurs nationaux, qui doivent, à cette occasion, respecter le principe de l'« effet utile » du droit européen<sup>124</sup>. Ainsi, le Code de commerce français prévoit que toute décision prise en violation de la compétence exclusive de l'assemblée générale extraordinaire est frappée de nullité (art. L. 225-129, al. 1 et L. 225-149-3, al. 3 C. Com). Telle est également la sanction prévue par le droit allemand.

Dans certaines périodes, il peut cependant être plus confortable pour la société que les organes de direction et d'administration disposent de davantage de marge de manœuvre et puissent procéder à une augmentation de capital sans avoir recours à l'assemblée générale<sup>125</sup>. C'est pourquoi la deuxième directive prévoit que des délégations de l'assemblée générale en faveur des dirigeants sont possibles sous certaines conditions. Ainsi, l'article 25 § 2 prévoit que les statuts, l'acte constitutif ou l'assemblée générale peuvent autoriser les organes de direction ou d'administration de la société à procéder à une augmentation du capital souscrit jusqu'à concurrence d'un montant maximal qu'ils fixent, dans le respect du montant maximal éventuellement prévu par la loi. Cette autorisation a une durée maximale de cinq ans et peut être renouvelée une ou plusieurs fois pour une période qui, pour chaque renouvellement, ne peut dépasser cinq ans.

Concernant l'autorisation d'augmentation du capital social, le droit européen prend un visage plus libéral que le droit allemand : en effet, le § 203, al. 3 AktG prévoit que le montant

---

<sup>122</sup> CJCE, 30 mai 1991, *Karella e.a. / Ypourgio viomichanias, energeias & technologias e.a.*, Aff. C-19/90 et 20/90, Rec.1991, p.I-2691.

<sup>123</sup> CJCE, 24 mars 1992, *Evangelikis Ekklesias*, Aff. C-381/89, Rec. 1992, p. I-2111) ; 12 novembre 1992, *Keratina*, Aff. C-134/91 et C-135/91, Rec. 1992, p. I-5699 ; 12 mars 1996, *Pafitis*, Aff. C-441/93, Rec. 1996, p. I-1347 ; 12 mai 1998, *Kefalas*, Aff. C-367/96, Rec. 1998, p. I-2843.

<sup>124</sup> U. Klinke, « Europäisches Unternehmensrecht und EuGH. Die Rechtsprechung in den Jahren 1998 bis 2000 », *ZGR* 2002, 163 (184).

<sup>125</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 6 Rn. 63.

maximal fixé par l'autorisation ne peut excéder la moitié du capital social<sup>126</sup>. Le droit français prévoit tant une délégation de pouvoir qu'une délégation de compétence au profit du conseil d'administration ou du directoire pour décider d'une augmentation de capital. La délégation de compétence, qui permet aux organes de décider eux-mêmes de réaliser ou non l'augmentation de capital, doit fixer sa durée (qui ne doit pas dépasser vingt-six mois) et le plafond global de l'augmentation de capital éventuelle (art. L. 225-129-2 C. Com.). En revanche, la délégation de pouvoir donne aux dirigeants la seule possibilité de fixer les modalités de l'augmentation de capital, qui devra obligatoirement intervenir dans un délai de cinq ans (art. L. 225-129-1 C. Com.)<sup>127</sup>.

*§ 2 : Le rôle de l'assemblée générale en cas de perte grave du capital souscrit.*

La protection de l'actionnaire passe également par sa participation aux décisions devant être prises dans l'hypothèse où la société connaît de graves difficultés. Ainsi, en cas de « perte grave » du capital souscrit, l'article 17 de la directive 77/91/CEE fait obligation aux législations des États membres de prévoir la convocation de l'assemblée générale dans un délai par elles fixé. Cette disposition a pour but de protéger les actionnaires au moyen du vecteur de la participation<sup>128</sup> : ceux-ci doivent en effet, en cas de situation difficile, avoir la possibilité de se prononcer sur le devenir de la société : dissolution, mesures de réduction du capital social... Cette convocation obligatoire de l'assemblée générale n'est cependant pas synonyme d'une obligation incombant à celle-ci d'adopter des mesures destinées à assainir la situation financière de la société<sup>129</sup>. Le délai au sein duquel l'assemblée générale doit être convoquée n'est pas précisé par la directive, et doit donc être déterminé par les législations nationales. Il en va de même s'agissant de la détermination du montant de la perte considérée comme « grave ». Cependant, conformément à l'article 17 § 2, ce montant ne doit pas être supérieur à la moitié du capital souscrit. Par ailleurs, la directive ne prévoit pas de sanctions pour le cas où l'organe de direction ne respecte pas son obligation de convoquer l'assemblée générale. Cette disposition a, du fait de sa généralité, fait l'objet de nombreuses critiques<sup>130</sup>.

Étant donné que la loi allemande sur les sociétés par actions de 1965 prévoyait en son § 92 al. 1 une obligation de convocation de l'assemblée générale en cas de perte grave du capital souscrit, le législateur allemand a pu renoncer à une transposition formelle de l'article 17 de la directive. Cependant, cette disposition de droit allemand doit désormais être

---

<sup>126</sup> H. Hirte, « Kapitalschutz (Gläubiger- und Eignerschutz im Europäischen Recht », in Grundmann (Hrsg.), *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts*, 2000, p. 211 (222).

<sup>127</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, L.G.D.J, n°1931.

<sup>128</sup> J. Ankele, « Zum Vorschlag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften für eine Zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie », *BB* 1970, 988 (991) ; U. Hüffer, *Kommentar zum Aktiengesetz*, § 92, n°1.

<sup>129</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 6 Rn. 42.

<sup>130</sup> v. en particulier M. Lutter, « Die Entwicklung des Gesellschaftsrechts in Europa », *EuR* 1975, 44 (57).

interprétée à l'aune du texte européen. Le § 92 AktG précise que la perte peut se manifester à l'occasion d'un bilan annuel, d'un bilan intermédiaire ou selon une appréciation conforme à celle que doivent avoir les dirigeants d'une société. Par ailleurs, cette disposition ne contient aucun délai fixe, mais exige de l'organe de direction qu'il convoque « *sans délai* » l'assemblée générale, c'est à dire, en application du § 121, al. 1 BGB, « *sans hésitation coupable* », ou, selon une conception plus objective, « *le plus tôt possible* »<sup>131</sup>. L'al. 2 du § 92 AktG nous paraît en conformité avec la directive, dans la mesure où il fixe la perte donnant lieu à la convocation de l'assemblée générale à la moitié du capital social, ce qui signifie que le § 92 al. 1 ne s'applique que dans le cas où la totalité du patrimoine de la société ne couvre plus que la moitié du capital social indiqué dans les statuts<sup>132</sup>. Cette interprétation est partagée par la majorité de la doctrine allemande<sup>133</sup>. Elle est cependant contestée par certains auteurs, qui considèrent que l'objectif de cette disposition n'est pas uniquement le maintien du capital social et que la notion de « perte » au sens de l'article 17 doit être interprétée en ce sens qu'elle correspondrait au résultat négatif d'un exercice donné<sup>134</sup>. Cette interprétation nous semble cependant aller à l'encontre de la formulation claire de l'article 17 de la directive, qui emploie, dans sa version allemande, non pas le terme « *Jahresfehlbetrag* » (résultat négatif de l'exercice) mais « *Verlust* » (perte). La conséquence de la violation de l'obligation prévue par le § 92, al. 1 AktG est la responsabilité civile des membres du directoire envers la société (§ 93, al. 2 AktG). Par ailleurs, la question de savoir si le § 92, al. 1 AktG constitue un fondement pour la responsabilité civile des membres de l'organe de direction vis-à-vis des actionnaires pris individuellement est débattue en doctrine. La directive ne prend pas position sur cette question, mais l'exigence d'effectivité du droit européen semble aller dans le sens d'une interprétation favorable aux actionnaires<sup>135</sup>.

L'article L. 225-248 C. Com. prévoit un dispositif un peu plus précis que celui du § 92 AktG. En application de cette disposition, si les capitaux propres de la société sont devenus inférieurs à la moitié de son capital social, le conseil d'administration ou le directoire est tenu de convoquer, dans un délai de quatre mois à compter de l'approbation des comptes ayant fait apparaître la perte, une assemblée générale extraordinaire à l'effet de décider s'il y a lieu de dissoudre ou non la société de manière anticipée. La résolution adoptée par l'assemblée doit être déposée au greffe du tribunal de commerce, inscrite au registre du commerce et des sociétés et publiée dans un journal d'annonces légales, sous peine de sanctions pénales (art. L. 225-248, al. 3 ; R. 225-166 ; L. 242-29-2° C. Com.). Dans les cas où l'assemblée ne s'est pas

---

<sup>131</sup> M. Habersack in : *Großkommentar AktG*, § 92, n°20.

<sup>132</sup> BGH WM 1958, 1416 (1417); OLG Köln AG 1978, 12 (22).

<sup>133</sup> V. en autres, U. Hüffer, *AktG*, § 92 n°2; M. Kühnberger, « Verlustanzeigebilanz – zur Recht kaum beachteter Schutz für Eigentümer ? », *BB* 2000, 2077 (2079)

<sup>134</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 6 n°45.

<sup>135</sup> M. Lutter, « Die Entwicklung des Gesellschaftsrechts in Europa », *EuR* 1975, 44 (57).

réunie ou n'a pas pu délibérer valablement sur dernière convocation<sup>136</sup>, tout intéressé peut demander en justice la dissolution de la société. Néanmoins, le tribunal peut accorder un délai maximal de six mois pour régulariser la situation (art. L. 225-248, al. 4 C. Com.). La responsabilité pénale des administrateurs ou des membres du directoire est engagée dans le cas où ils s'abstiendraient de convoquer l'assemblée générale dans le délai prescrit (art. L. 242-29-1° C. Com.).

## **Section 2 : Le droit préférentiel de souscription.**

Soucieux de protéger l'actionnaire dans le cadre des opérations d'augmentation du capital social, le législateur européen a prévu un droit préférentiel de souscription tendant à lui permettre de maintenir son niveau de participation au sein de la société dont il fait partie (§ 1). Cependant, dans certaines situations, l'intérêt de la société peut justifier la suppression de ce droit (§ 2).

### *§ 1 : Fonction et portée du droit préférentiel de souscription.*

#### A. Présentation générale.

Le droit préférentiel de souscription constitue un moyen de préserver les droits des actionnaires présents au sein de la société antérieurement à l'augmentation de capital. Il permet à l'actionnaire, s'il choisit d'y souscrire, de conserver dans la société la même proportion de capital, et, par conséquent, les mêmes droits, avant et après l'augmentation de capital<sup>137</sup>. En effet, l'augmentation de capital peut porter atteinte aux droits des actionnaires lorsque d'autres « anciens » actionnaires acquièrent un nombre de nouvelles actions ayant pour effet d'augmenter leur taux de participation dans la société ou lorsque de nouveaux actionnaires y font leur entrée, ce qui engendrerait mécaniquement une diminution du taux de participation des « anciens » actionnaires et, par conséquent, une dilution de leurs droits patrimoniaux et extrapatrimoniaux y attachés si la possibilité de souscrire des actions émises lors l'augmentation de capital ne leur était pas offerte<sup>138</sup>. Face à ces risques, il convient de donner à tous les actionnaires la possibilité de souscrire un nombre d'actions nouvellement émises proportionnel à leurs droits antérieurs au sein de la société<sup>139</sup>, afin que l'équilibre soit le

---

<sup>136</sup> Ou si la société n'a pas régularisé sa situation dans un délai de deux ans conformément à l'art. L. 225-248 al. 2.

<sup>137</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°556.

<sup>138</sup> J.-P. Valuet/A. Lienhard, *Code des sociétés et des marchés financiers commenté*, commentaire de l'article L. 225-132 C. Com..

<sup>139</sup> V. Magnier, *Droit des sociétés*, n°607.

plus possible maintenu au sein des « anciens » actionnaires<sup>140</sup>. À cet effet, l'article 29 de la deuxième directive prévoit que « *lors de toute augmentation du capital souscrit par apport en numéraire, les actions doivent être offertes par préférence aux actionnaires proportionnellement à la partie du capital représentée par leurs actions* ».

#### B. Le droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation du capital social par apports en numéraire.

L'augmentation du capital social par apports en numéraire (c'est-à-dire par apport de sommes d'argent<sup>141</sup>) constitue le seul cas où le droit européen impose aux États membres de prévoir un droit préférentiel de souscription au bénéfice des actionnaires. Il convient cependant de souligner que, comme l'indique son appellation, ce droit ne constitue qu'une faculté à disposition de l'actionnaire, qui n'est donc pas dans l'obligation de souscrire des nouvelles actions<sup>142</sup>.

En application de l'article 29 § 3, l'offre de souscription à titre préférentiel, ainsi que le délai dans lequel cette faculté doit être exercée font l'objet d'une publication dans le bulletin national désigné conformément à la directive 68/151/CEE. Cette obligation pour les États membres de prévoir une telle publicité est facultative lorsque les actions sont nominatives. Cependant, en tout hypothèse, les actionnaires doivent être informés par écrit. Leur droit préférentiel de souscription doit être exercé dans un délai qui ne peut être inférieur à quatorze jours à compter de la publication de l'offre ou de l'envoi des courriers aux actionnaires. Par ailleurs, l'article 29 § 2 de la directive prévoit, sous certaines conditions, des exceptions à l'obligation des États membres de conférer un droit préférentiel de souscription aux actionnaires en place.

Les droits nationaux, tant français qu'allemand<sup>143</sup>, connaissaient de longue date le droit préférentiel de souscription, de telle façon que la transposition de ces dispositions au sein de ces deux droits ne semble pas avoir occasionné de difficultés particulières. La loi allemande sur les sociétés par actions prévoit qu'« *il doit être conféré à chaque actionnaire, à sa demande, un nombre d'actions correspondant à sa participation au sein du capital de la société* » (§ 186 AktG). La disposition correspondante pour les sociétés anonymes de droit français est l'article L. 225-132 C. Com., dont l'al. 2 dispose que « *les actionnaires ont, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions de numéraire émises pour réaliser une augmentation de capital* ». En France, ce droit

<sup>140</sup> Y. Guyon, *Droit des affaires, Tome 1, Droit commercial général et des sociétés*, n°431.

<sup>141</sup> M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy, *Droit des sociétés*, n°103.

<sup>142</sup> Y. Guyon, *Droit des affaires, Tome 1, Droit commercial général et des sociétés*, n°431.

<sup>143</sup> Le droit français des sociétés anonymes connaît le droit préférentiel de souscription depuis le décret du 8 août 1935 et le droit allemand depuis 1897 (v. A. Couret, « Le développement du droit préférentiel de souscription de l'actionnaire en droit comparé », *Rev. sociétés* 1989, p. 505).

est d'ordre public<sup>144</sup>. Le droit allemand lui confère également une importance certaine, ce qui explique qu'il ne pourra être procédé à sa suppression qu'à certaines conditions restrictives.

### C. Le droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation du capital social par apports en nature.

L'apport en nature « *consiste en tout bien attribué à la société, autre qu'une somme d'argent, susceptible d'une évaluation pécuniaire et pouvant être exploité commercialement* »<sup>145</sup>. L'article 29 de la directive n'impose aucun droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une augmentation du capital social souscrite par apports en nature. Cette règle a été confirmée par la CJCE dans l'arrêt *Siemens c/ Nold*, rendu le 19 novembre 1996<sup>146</sup> et peut s'expliquer par le fait que peu d'États membres prévoyaient un tel mécanisme en cas d'augmentation de capital par apports en nature lorsque la directive a été adoptée, en 1976<sup>147</sup>. Le droit français n'a pas modifié sa position antérieure consistant à n'imposer ce droit que dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire (Art. L. 225-132 al. 2 C. Com.). À l'inverse, le § 186 AktG ne procède à aucune distinction selon que l'apport effectué est un apport en numéraire ou en nature<sup>148</sup> et prévoit de fait un droit préférentiel de souscription en cas d'apport en nature. La CJCE a précisé que cela n'est pas contraire à la deuxième directive, celle-ci laissant la faculté aux États membres de prévoir un tel droit préférentiel de souscription en cas d'apport en nature<sup>149</sup>.

#### § 2 : La suppression du droit préférentiel de souscription.

Dans la mesure où le droit préférentiel de souscription est un moyen de protection de l'actionnaire, et plus particulièrement de l'actionnaire minoritaire, sa suppression constitue une atteinte aux droits de celui-ci<sup>150</sup>. En effet, en cas d'augmentation du capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription, la participation de l'actionnaire dans la société se trouvera réduite, entraînant mécaniquement une diminution de l'ensemble de ses droits<sup>151</sup>. Cependant, dans certains cas, l'intérêt de la société justifie cette suppression. Le plus

<sup>144</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°556.

<sup>145</sup> V. Magnier, *Droit des sociétés*, n°47.

<sup>146</sup> CJCE, 19 novembre 1996, Aff. C-42/95, Rec. 1996, p. I-6017.

<sup>147</sup> E. Wymeersch, „Das Bezugsrecht der alten Aktionäre in der Europäischen Gemeinschaft : eine rechtsvergleichende Untersuchung“, *AG* 1998, 382 (383 ff.).

<sup>148</sup> M. Lutter in : *Kölner Kommentar AktG*, § 186, n°178.

<sup>149</sup> CJCE, décision du 19 novembre 1996, Aff. C-42/95, Rec. 1996, I-6028, 6035, points 19 et suivants – *Siemens/Nold*.

<sup>150</sup> W. Bayer, « Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss und Vermögensschutz der Aktionäre nach § 255 Abs. 2 AktG », *ZHR* 163 (1999), 505 (509).

<sup>151</sup> U. Hüffer, *Kommentar zum Aktiengesetz*, § 186, n°2.

souvent, il s'agit du cas dans lequel un nouvel actionnaire souhaite faire son entrée au capital social<sup>152</sup>. Afin de concilier les intérêts de l'actionnaire et ceux de la société, l'article 29 § 4 pose les conditions de la suppression du droit préférentiel de souscription.

L'article 29 § 4 de la directive prévoit que, si le droit préférentiel de souscription ne peut être limité, ni supprimé par les statuts, il peut l'être par une décision de l'assemblée générale. Préalablement à cette décision, l'assemblée doit avoir reçu une information adéquate de la part de l'organe de direction ou d'administration. Cette information prend la forme d'un rapport écrit indiquant les raisons de la limitation ou de la suppression du droit préférentiel de souscription, ainsi que le prix d'émission proposé. La décision de l'assemblée générale est prise selon une majorité qui ne peut être inférieure aux deux tiers des voix afférentes soit aux titres représentés, soit au capital souscrit représenté. Le droit préférentiel de souscription peut également être supprimé ou limité par l'organe d'administration ou de direction habilité à décider de l'augmentation de capital, si les statuts ou l'assemblée générale lui ont conféré cette prérogative (art. 29 § 5).

Le droit français est plus restrictif que la directive, dans la mesure où l'article L. 225-135 C. Com. dispose qu'il revient à l'assemblée générale extraordinaire qui statue sur l'augmentation de capital de supprimer, le cas échéant, le droit préférentiel de souscription<sup>153</sup>. Une délégation au conseil d'administration ou au directoire est cependant possible. Cette suppression peut être totale ou prendre la forme d'une limitation ne portant que sur une ou plusieurs tranches de capital<sup>154</sup>. Dans tous les cas, des rapports rédigés par les dirigeants et le commissaire aux comptes doivent être présentés à l'assemblée générale ou à l'organe qui a reçu délégation. Ces rapports doivent, entre autres, indiquer le montant et les motifs de l'augmentation de capital et les raisons pour lesquelles la suppression du droit préférentiel de souscription est proposée. L'absence de rapport entraîne la nullité de l'augmentation de capital (art. L. 225-149-3, alinéa 3 C. Com.). La même conséquence est attachée à caractère incomplet des rapports<sup>155</sup>.

Contrairement au droit allemand, le droit français ne prévoit pas de condition expresse selon laquelle la suppression doit être justifiée par un intérêt supérieur de la société. Elle n'est cependant possible que dans les trois cas prévus limitativement par les articles L. 225-135 à L. 225-138 C. Com.<sup>156</sup>. Premièrement, il peut y être procédé au profit de bénéficiaires dénommés ou de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées, tels les salariés ou les porteurs de bons de souscription (art. L. 225-138 C. Com.). Deuxièmement, la suppression

---

<sup>152</sup> T. Bezenberger, « Das Bezugsrecht der Aktionäre und sein Ausschluss », *ZIP* 2002, p. 1917 (1917) ; pour un arrêt correspondant à cet exemple, v. CA Paris, 21 février 2003, *Bull. Joly* 2004, p. 262, n°44.

<sup>153</sup> J. Denecker, « La deuxième directive du Conseil des Communautés européennes relative à la constitution de la société anonyme, au maintien et aux modifications de son capital », *Rev. sociétés* 1977, p. 661 (675).

<sup>154</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°559.

<sup>155</sup> Paris, 19 mars 1981.

<sup>156</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, n°1937-1.

du droit préférentiel de souscription sans indication du nom des bénéficiaires ou d'une catégorie déterminée de bénéficiaires est possible, mais réservée aux sociétés procédant à une offre au public ou à une offre visée à l'article L. 411-2-II C. mon. fin.. Enfin, en application de l'article L. 225-135, al. 2 C. Com., l'émission d'actions peut comporter un simple délai de priorité de souscription en faveur des actionnaires dans les sociétés dont les titres de capital sont cotés sur un marché réglementé en lieu et place d'un droit préférentiel de souscription à proprement parler. Cette possibilité a été ouverte aux sociétés françaises par l'ordonnance du 24 juin 2004<sup>157</sup>. Enfin, il convient de noter que les actionnaires peuvent renoncer à titre individuel à leur droit préférentiel de souscription (art. L. 225-135 C. Com.).

En droit allemand, le droit préférentiel de souscription peut également être supprimé par l'assemblée générale. En cas d'augmentation de capital par apports en numéraire, la jurisprudence et la doctrine majoritaire considèrent que la suppression ou la limitation du droit préférentiel de souscription nécessite une justification objective. La Cour Fédérale de Justice allemande exerce ainsi un contrôle sur le fond dont le critère central est, depuis la décision « *Kali und Salz* » l'« *intérêt de la société* »<sup>158</sup>. En application de cette jurisprudence constante<sup>159</sup>, la suppression du droit préférentiel de souscription est justifiée dès lors qu'elle est motivée par l'intérêt de la société et que le moyen de satisfaire cet intérêt est proportionné au but recherché<sup>160</sup>. Tel est par exemple le cas lorsque cette suppression doit permettre l'introduction en bourse ou l'apurement de la société, la distribution d'actions aux salariés, ou encore d'éviter des rompus<sup>161</sup>. Dans le cadre spécifique d'une augmentation de capital par apports en nature, les conditions posées par cette jurisprudence sont satisfaites lorsque la société peut justifier d'un intérêt à l'acquisition du bien apporté, et que cet intérêt ne pourrait être satisfait si la société procédait dans un premier temps à une augmentation de capital en numéraire, puis faisait dans un second temps l'acquisition de ce bien<sup>162</sup>. Tel est par exemple le cas lorsqu'un créancier apporte ses créances à l'augmentation de capital à des fins d'apurement de la société<sup>163</sup>. Par ailleurs, la suppression du droit préférentiel de souscription ne pourra être valablement effectuée que suite à la mise à la disposition des actionnaires d'un certain nombre d'informations, au moyen d'un rapport du directoire (§ 186, al. 3 et 4 AktG). À ce stade, se pose inévitablement la question de la compatibilité de cette jurisprudence avec l'article 29 § 4 de la directive, qui ne pose aucune condition d'ordre matériel à la suppression du droit

<sup>157</sup> Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale.

<sup>158</sup> BGHZ 71, 40 (45) (décision *Kali und Salz*) ; W. Bayer, « Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss und Vermögensschutz der Aktionäre nach § 255, Abs. 2 AktG », *ZHR* 163 (1999), 505 (506).

<sup>159</sup> V. en particulier les décisions suivantes de la Cour Fédérale de Justice allemande : BGHZ 83, 319 (321 ff.) ; BGHZ 125, 239 (241) ; BGHZ 136, 133 ; BGH NZG 2006, 20.

<sup>160</sup> BGHZ, 71, 40 (46) (décision *Kali und Salz*).

<sup>161</sup> G. Hueck, C. Windbichler, *Gesellschaftsrecht*, § 32 n°24.

<sup>162</sup> BGHZ 71, 70, 46.

<sup>163</sup> C. Windbichler/K. Krolop, in : Riesenhuber (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*, 2006, § 19 n°28 et suivants.

préférentiel de souscription. Il convient donc de se demander si les conditions posées par la directive sont limitatives, ou si les États membres conservent une marge de liberté dans l'aménagement de celles-ci. La doctrine était divisée sur cette question. Certains auteurs se référaient à l'objectif d'harmonisation et de concrétisation de la liberté d'établissement que poursuit la directive pour refuser aux États membres la possibilité de poser des conditions plus restrictives que celles de la deuxième directive<sup>164</sup>. Une autre partie de la doctrine faisait référence à l'obligation de l'organe de direction ou d'administration d'établir un rapport relatif à la suppression du droit préférentiel de souscription à l'attention de l'assemblée générale (art. 29 § 4 de la directive), qui impliquerait une obligation de satisfaire à certaines conditions de fond<sup>165</sup>, ainsi qu'à l'exposé des motifs de la Commission, selon lequel la suppression du droit préférentiel de souscription est rendue possible « *afin d'éviter, que cette garantie donnée aux actionnaires ne nuise aux intérêts de la société et n'entrave son financement à l'aide de fonds provenant de l'extérieur* »<sup>166</sup>. Aussi, le deuxième considérant de la directive énonce clairement que l'objet de la directive est d'obtenir une « *équivalence minimale dans la protection tant des actionnaires que des créanciers* » des sociétés. Certains auteurs considéraient même que la directive laisse implicitement le soin aux États membres de poser des conditions matérielles à la suppression du droit préférentiel de souscription<sup>167</sup>. De plus, la liberté d'établissement ne suppose pas obligatoirement que les normes européennes soient de nature restrictive. Par conséquent, il semblait logique que les droits nationaux puissent poser des conditions supplémentaires à la suppression du droit préférentiel de souscription, afin de renforcer la protection des actionnaires<sup>168</sup>. La jurisprudence de la Cour Fédérale de Justice allemande selon laquelle cette suppression n'est légale que lorsqu'il y est procédé dans l'intérêt de la société et qu'elle est proportionnée au but recherché est donc conforme à la directive 77/91/CEE<sup>169</sup>. Cette jurisprudence a été « validée » par la CJCE dans l'arrêt *Siemens/Nold*, qui concernait une augmentation de capital en nature<sup>170</sup>.

---

<sup>164</sup> P. Kindler, « Die sachliche Rechtfertigung des aktienrechtlichen Bezugsrechtsausschluss im Lichte der zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft », *ZHR* 158 (1994), 339 (351ss.) ; J. Natterer, « Bezugsrechtsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie », *ZIP* 1995, 1481 (1487).

<sup>165</sup> J. Natterer, « Bezugsrechtsausschluss und zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie », *ZIP* 1995, 1481 (1487) ; P. Kindler, „Die sachliche Rechtfertigung des aktienrechtlichen Bezugsrechtsausschlusses im Lichte der Zweiten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft“, *ZHR* 158 (1994), 339 (357 ff).

<sup>166</sup> Exposé des motifs de la Commission relatif à la proposition de deuxième directive du 9 mars 1970, JOCE C 48 du 24 avril 1970, p. 14.

<sup>167</sup> H. Drinkuth, *Die Kapitalrichtlinie – Mindest- oder Höchstnorm*, 1998, p. 245 et suiv.

<sup>168</sup> F. Bagel, *Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa*, p. 350.

<sup>169</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 6, Rn. 71.

<sup>170</sup> CJCE, 19 novembre 1996, Aff. C-42/95, Rec. 1996, I-6028, pages 6035 et suivantes ; OLG München *AG* 1993, 283 (285) ; OLG Dresden *WM* 1996, 2151 (2155).

### **Section 3 : La réduction de capital social par retrait forcé d'actions.**

La question de la réduction de capital social par retrait forcé d'actions entretient un lien direct avec le droit de chaque actionnaire de faire partie de la société. L'article 36 de la deuxième directive pose certaines conditions au retrait forcé d'actions (§ 1), mécanisme que l'on rencontre dans les droits nationaux français et allemand (§ 2).

#### *§ 1 : Les conditions de l'article 36 de la deuxième directive.*

L'article 36 de la deuxième directive prévoit que, lorsque les Etats membres autorisent les sociétés à réduire leur capital par retrait forcé d'actions, ils doivent exiger le respect de certaines conditions tendant à protéger les créanciers et les actionnaires. Celles nécessaires à la protection de ces derniers sont les suivantes : premièrement, le retrait forcé doit être prescrit ou autorisé par les statuts ou l'acte constitutif antérieurement à la souscription des actions qui en font l'objet. Deuxièmement, s'il est seulement autorisé (et non prescrit) par les statuts, sa mise en oeuvre est décidée par l'assemblée générale des actionnaires. Troisièmement, l'organe délibérant sur ce retrait doit en fixer les conditions et les modalités, si elles ne sont pas prévues par les statuts. Enfin, une publicité de ce retrait forcé d'actions doit être assurée.

#### *§ 2 : Les positions des droits français et allemand.*

« *L'actionnaire est membre de la société ; il ne peut pas être privé de cette qualité parce qu'il y aurait une véritable expropriation. C'est seulement avec son consentement que son droit peut disparaître* »<sup>171</sup>. Cependant, certains cas de rachat forcé d'actions existent en droit français : tel est par exemple le cas de la clause statutaire d'exclusion, dont la validité a été reconnue par la jurisprudence<sup>172</sup>, ou de la clause de rachat forcé des actions d'un dirigeant lors de son départ. La réduction de capital social par retrait forcé d'actions à proprement parler existe à l'article L. 228-12 C. Com., qui concerne le rachat par la société des actions de préférence et prévoit que « *les modalités de rachat ou de conversion des actions de préférence peuvent (...) être fixées dans les statuts* ». La loi ne donne aucune précision quant au moment de la stipulation de rachat. Celle-ci devrait être nécessairement contemporaine de ou antérieure à l'émission, au risque de violer l'article 36 de la deuxième directive. Ce rachat étant conçu comme le moyen de permettre à la société de « *se débarrasser d'instruments financiers devenus encombrants* », les actions rachetées doivent faire l'objet d'une annulation<sup>173</sup>. En droit allemand, les §§ 237 à 239 AktG prévoit la possibilité d'une réduction

<sup>171</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, n°1599.

<sup>172</sup> Cass. com. 13 décembre 1994 ; Cass. com, 8 mars 2005.

<sup>173</sup> A. Viandier « Les actions de préférence (ord. N°2004-604, 24 juin 2004, art. 31) », *JCP E* 2004, comm. 1440,

de capital par retrait forcé d'actions : celle-ci n'est possible que dans la mesure où elle a été prévue par les statuts antérieurement à l'acquisition des actions. Une modification des statuts ne suffit à satisfaire cette condition que si elle a été adoptée à l'unanimité des actionnaires concernés (§ 237 Abs. 2 AktG).

## **Chapitre second : La protection de l'actionnaire dans le cadre des fusions et scissions de sociétés.**

La protection de droit commun de l'actionnaire lors des fusions et scissions de sociétés de capitaux est assurée par les troisième et sixième directives (Section 1). Les fusions transfrontalières présentent certaines spécificités abordées par le législateur européen dans la directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005 (Section 2).

### **Section 1 : Les fusions et scissions internes.**

Les directives 75/855/CEE du 9 octobre 1978 concernant les fusions des sociétés anonymes<sup>174</sup> et 82/891/CEE du 17 décembre 1982 concernant les scissions des sociétés anonymes<sup>175</sup> (baptisées « troisième » et « sixième » directives) ont pour objet l'encadrement des processus de fusions et de scissions entre sociétés anonymes soumises au droit d'un même État membre<sup>176</sup>. Dans ce dessein, elles procèdent à une harmonisation à l'échelle européenne des dispositions relatives à ces transformations de sociétés, tout particulièrement en vue d'établir un niveau équivalent de protection des associés, des créanciers et des salariés des sociétés participant à ces opérations au sein de la Communauté européenne<sup>177</sup>.

La fusion est l'opération par laquelle deux ou plusieurs sociétés se réunissent pour n'en plus former qu'une seule, soit par la création d'une société nouvelle, soit par l'absorption d'une société par une autre (art. L. 236-1, al. 1 C. Com. ). On parle de scission lorsque le patrimoine d'une société est partagé entre plusieurs sociétés existantes ou nouvelles (art. L. 236-1, al. 2 C. Com.). De telles transformations étant susceptibles de porter atteinte aux droits des actionnaires des sociétés concernées, la mise en place d'une protection appropriée de ceux-ci

---

p. 1538, n°79.

<sup>174</sup> Troisième directive 78/555/CEE du Conseil, du 9 octobre 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les fusions des sociétés anonyme (JOUE n° L 295 du 20.10.1978, pp. 0036-0043).

<sup>175</sup> Sixième directive directive 82/891/CEE du Conseil, du 17 décembre 1982, fondée sur l'article 54 paragraphe 3 point g) du traité et concernant les scissions des sociétés anonymes (JOUE n° L 378 du 31.12.1982, pp. 0047-0054).

<sup>176</sup>Présentation des troisième et sixième directives sur le site de l'Union Européenne : <http://europa.eu/scadplus/leg/fr/lvb/l26006/htm> et <http://europa.eu/scadplus/leg>

<sup>177</sup> H. Cordoliani, « Le droit des fusions et la communauté européenne », *JCP CI* 1979, 13078, p. 365.

s'est révélée indispensable. Le Conseil a tenu à insister sur la nécessité d'une telle protection des intérêts des actionnaires<sup>178</sup>. En effet, comme l'indique le considérant n°3 de la troisième directive<sup>179</sup>, l'un des buts principaux de ces directives, similaires dans leur structure et leur contenu, est cette protection.

En cas de fusion ou de scission, le risque principal pour les actionnaires de toutes les sociétés participantes consiste en une diminution de leurs droits patrimoniaux et extrapatrimoniaux consécutive à une dilution de leur participation au sein du capital de la société<sup>180</sup>. Afin que ces droits soient préservés, ce qui constitue une exigence d'ordre constitutionnel en Allemagne<sup>181</sup>, il est important que la valeur des actions de la société absorbante attribuées aux actionnaires de la société absorbée soit équivalente à celle des actions qu'ils détenaient précédemment dans la société absorbée, où ils étaient originellement actionnaires<sup>182</sup>. L'opération de fusion affectera également les droits des actionnaires de la société absorbante dans l'hypothèse où les actions de la société absorbée sont surévaluées ou dans le cas où celles de la société absorbante sont sous-évaluées et où, par conséquent, un trop grand nombre d'actions est attribué aux actionnaires de la société absorbée<sup>183</sup>. Pour l'ensemble de ces raisons, une protection appropriée des intérêts des actionnaires est indispensable.

La troisième directive sur les fusions des sociétés anonymes a été transposée en Allemagne par la loi du 25 octobre 1982<sup>184</sup> aux §§ 2 à 38 et 60 à 77 UmwG. La sixième directive sur les scissions des sociétés anonymes a été transposée par l'article 1er de la loi du 28 octobre 1994 aux §§ 123 à 137 et 141 à 146 UmwG. La mise en harmonie du droit français avec ces deux directives a été effectuée avec un retard de deux années dû aux « vicissitudes politiques »<sup>185</sup> par la loi n°88-17 du 5 janvier 1988 et le décret n°88-418 du 22 avril 1988, dont les dispositions insérées aux articles L. 236-1 à L. 236-24 et R. 236-1 à R. 236-12 C. Com. vont au-delà du domaine d'application des directives européennes dans la mesure où elles s'appliquent également aux sociétés à responsabilité limitée<sup>186</sup>.

---

<sup>178</sup> O. Loj, « La troisième directive du Conseil des Communautés européennes du 9 octobre 1978 concernant les fusions des sociétés anonymes », *RTDE* 1980, p. 354, n°33.

<sup>179</sup> « la protection des actionnaires et des tiers commande de coordonner les législations des Etats membres concernant les fusions de sociétés anonymes »

<sup>180</sup> T. Raiser, R. Veil, *Recht der Kapitalgesellschaften*, § 46 n° 36.

<sup>181</sup> BVerfGE 14 (1963), 263 (Principe de la « réparation intégrale » en cas de perte de la qualité d'actionnaire dans le cadre d'une fusion).

<sup>182</sup> S. Kulenkamp, *Die grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften in der EU*, p. 331.

<sup>183</sup> T. Raiser, R. Veil, *Recht der Kapitalgesellschaften*, § 46 n° 36.

<sup>184</sup> Gesetz zur Durchführung der Dritten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts (Verschmelzungsrichtlinie-Gesetz), BGBl. 1982 I, S. 1425 ff.

<sup>185</sup> A. Le Fèvre, « Le nouveau régime des fusions et des scissions de sociétés commerciales institué par la loi n°88-17 du 5 janvier 1988 et le décret n°88-418 du 22 avril 1988 », *Rev. sociétés* 1982, p. 441, n°2.

<sup>186</sup> C. Ducouloux-Favard, « La réforme française des fusions et l'harmonisation des législations européennes », *Rec. Dalloz* 1990, p. 242.

La protection de l'actionnaire dans le cadre des fusions et scissions internes s'articule autour de deux axes : d'une part, l'information et la participation des actionnaires à la prise de décision relatives à la fusion ou à la scission (§ 1), et d'autre part la responsabilité de certains acteurs de la fusion envers les actionnaires en cas de faute (§ 2).

*§ 1 : Une information « adéquate et aussi objective que possible »<sup>187</sup>, préalable indispensable à une décision éclairée de l'assemblée générale sur la fusion ou la scission.*

Les directives sur les fusions et les scissions internes accordent un rôle particulier à la protection des actionnaires au moyen d'une information adéquate quant au projet de fusion ou de scission et à la parité d'échange des actions. Cette exigence d'information n'est pas une fin en soi, mais doit permettre aux actionnaires d'exprimer un vote éclairé lors de l'assemblée générale appelée à statuer sur le projet de fusion ou de scission prévue par les articles 7 de la troisième directive et 5 de la sixième directive<sup>188</sup>.

En premier lieu, les organes d'administration et de direction de chacune des sociétés participant à l'opération de transformation doivent établir un projet de fusion ou de scission, lequel suppose nécessairement un accord entre les sociétés qui fusionnent<sup>189</sup>. Ce projet comporte certaines mentions obligatoires, parmi lesquelles figurent des informations essentielles concernant l'étendue des droits des actionnaires tels qu'ils résulteront de la fusion ou de la scission. Doivent notamment y figurer : le rapport d'échange des actions, les modalités de remise des actions de la société absorbante, des sociétés bénéficiaires ou de la société créée par l'effet de la transformation ainsi que les droits assurés par ces sociétés aux actionnaires titulaires de droits spéciaux (art. 5 de la directive 78/855/CEE ; art. 3 de la directive 82/891/CEE). Ce projet de fusion ou de scission devait en principe faire l'objet de la publicité prévue par les droits nationaux conformément à l'article 3 de la directive 68/151/CEE. Cependant, la directive 2009/109/CE du 16 septembre 2009<sup>190</sup> dispense de cette obligation les sociétés qui mettent gratuitement à la disposition du public le projet de fusion ou de scission sur leur site internet pendant une certaine période. La directive vise donc à assurer que les termes principaux de la fusion ou de la scission soient contenus dans un document accessible aux actionnaires préalablement à la décision des assemblées générales, ce qui correspond à l'état du droit français antérieur à la directive<sup>191</sup>. Le contenu imposé par

<sup>187</sup> Considérant n°4 de la directive n° 78/855/CEE.

<sup>188</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 7 n° 1

<sup>189</sup> H. Cordoliani, « Le droit des fusions et la communauté européenne », *JCP CI* 1978, 13078, p. 368, n°15.

<sup>190</sup> Directive 2009/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 modifiant les directives 77/91/CEE 78/855/CEE et 82/891/CEE du Conseil ainsi que la directive 2005/56/CE en qui concerne les obligations en matière de rapports et de documentation en cas de fusions ou de scissions.

<sup>191</sup> Articles 375 à 381 bis de la loi modifiée du 24 juillet 1966.

les dispositions européennes relatives au projet de fusion n'est qu'un contenu minimum : en effet, les législateurs des États membres peuvent exiger que des mentions supplémentaires y figurent<sup>192</sup>. Il faut noter à ce propos que l'article R. 236-1 C.Com. est allé au-delà des exigences posées par la directive<sup>193</sup>.

Les mentions figurant dans le projet de fusion n'étant pas suffisantes pour informer les actionnaires de façon complète<sup>194</sup>, les organes d'administration et de direction de chacune des sociétés sont dans l'obligation d'établir un rapport écrit détaillé expliquant et justifiant du point de vue juridique et économique le projet de fusion ou de scission et, en particulier, le rapport d'échange des actions (et, pour les scissions, le critère retenu pour la répartition des actions). Par ailleurs, ce rapport doit indiquer les éventuelles difficultés d'évaluation rencontrées lors de l'établissement du projet de fusion ou de scission (art. 9 de la directive 78/855/CEE ; art. 7 § 1 et 7 § 2 de la directive 82/891/CEE).

Afin que le projet de fusion fasse l'objet d'un avis objectif<sup>195</sup>, il doit être examiné par un ou plusieurs experts indépendants, qui établissent un rapport écrit destiné aux actionnaires. La désignation d'un ou de plusieurs experts communs sur demande conjointe des sociétés est possible, à condition qu'elle soit autorisée par les législations nationales auxquelles sont soumises les sociétés participantes (art. 10 § 1 de la directive 78/855/CEE ; art. 8 § 1 de la directive 82/891/CEE). Le caractère restrictif de cette possibilité devait, dans l'esprit originel des directives, permettre aux actionnaires de recevoir une information objective et équilibrée<sup>196</sup>. Les experts (ou « commissaires à la fusion ») doivent déclarer si, à leur avis, le rapport d'échange des actions proposé est pertinent et raisonnable, indiquer la ou les méthodes suivies pour sa détermination et indiquer si cette ou ces méthodes sont adéquates en l'espèce, ainsi que mentionner les valeurs auxquelles chacune de ces méthodes conduit, un avis étant également donné sur l'importance relative donnée à celles-ci dans la détermination de la valeur retenue<sup>197</sup>. Le critère essentiel pour les actionnaires dans le choix des experts est leur indépendance, ce qui explique que seules des personnes désignées ou agréées par une autorité judiciaire ou administrative pour exercer l'activité d'expert peuvent être chargées du contrôle du projet de fusion<sup>198</sup>. Les sociétés doivent fournir aux experts tous les renseignements et les documents nécessaires à leurs vérifications<sup>199</sup>. Cependant, depuis la

---

<sup>192</sup> O. Loÿ, « La troisième directive du Conseil des Communautés européennes du 9 octobre 1978 concernant les fusions des sociétés anonymes », *RTDE* 1980, p. 354, n°16.

<sup>193</sup> H. Le Nabasque, « L'incidence des normes européennes sur le droit français applicable aux fusions et au transfert du siège social », *Rev. sociétés* 2005, p. 81, n°30.

<sup>194</sup> H. Cordoliani, « Le droit des fusions et la communauté européenne », *JCP CI* 1978, 13078, p. 369.

<sup>195</sup> H. Cordoliani, « Le droit des fusions et la communauté européenne », *JCP CI* 1978, 13078, p. 369.

<sup>196</sup> H. Cordoliani, « Le droit des fusions et la communauté européenne », *JCP CI* 1978, 13078, p. 369.

<sup>197</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Sociétés commerciales*, n°1978.

<sup>198</sup> H. Cordoliani, « Le droit des fusions et la communauté européenne », *JCP CI* 1978, 13078, p. 370.

<sup>199</sup> O. Loÿ, « La troisième directive du Conseil des Communautés européennes du 9 octobre 1978 concernant les fusions des sociétés anonymes », *RTDE* 1980, p. 354, n°20.

directive 2007/63/CE du 13 novembre 2007 (modifiant les troisième et sixième directives)<sup>200</sup>, les exigences afférentes aux deux rapports cités ci-dessus ont, sous certaines conditions, été totalement abandonnées : en effet, ces deux documents ne sont plus requis si « *tous les actionnaires et les porteurs des autres titres conférant un droit de vote de chacune des sociétés participant à la fusion en ont décidé ainsi* » (art. 2 et 3 de la directive 2007/63/CE).

Les articles 11 de la directive « fusions » et 9 de la directive « scissions » consacrent le droit de tout actionnaire de prendre connaissance des différents documents établis conformément aux dispositions précitées, ainsi que de certains autres documents indispensables à un vote éclairé : ainsi, les comptes annuels et les rapports de gestion des trois derniers exercices des sociétés ainsi que certains états comptables doivent être mis à leur disposition au siège social de la société un mois au moins avant la date de la réunion de l'assemblée générale. La directive 2009/109/CE permet aux sociétés de mettre les documents requis à disposition sur son site internet, sous certaines conditions.

L'ensemble de ces informations est destiné à permettre aux actionnaires d'exercer leur droit de vote en toute connaissance de cause lors de l'assemblée générale appelée à se prononcer sur le projet de fusion ou de scission. Laissant aux droits nationaux le soin de fixer les conditions de quorum et de majorité requises<sup>201</sup>, la directive ne procède à aucune harmonisation des dispositions relatives à l'assemblée générale, mais fixe seulement, concernant la majorité requise pour l'approbation de la fusion, une « limite plancher »<sup>202</sup> : la majorité requise ne peut être inférieure aux deux tiers des voix afférentes soit aux titres représentés, soit au capital souscrit représenté (art. 7 de la directive 78/855/CEE ; art. 5 de la directive 82/891/CEE).

Ces prescriptions ont été prises en compte par le droit français, qui exige que l'assemblée générale satisfasse les conditions requises pour la modification des statuts de la société posées par l'article L. 225-96 C. Com., auquel renvoie l'article L. 236-2 C. Com. : ces dispositions exigent non seulement que la décision soit prise à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, mais encore qu'un certain quorum soit constitué : en application de l'article L. 225-96, al. 2 C. Com., l'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart, et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions assorties d'un droit de vote. Le droit allemand va au-delà de l'exigence minimale posée par la directive : en effet, le § 65 I 1 UmwG, applicable tant aux fusions

---

<sup>200</sup> Directive 2007/63/CE du Parlement Européen et du Conseil du 13 novembre 2007 modifiant les directives 78/855/CE et 82/891/CEE du Conseil pour ce qui est de l'exigence d'un rapport d'expert indépendant à réaliser à l'occasion des fusions ou des scissions des sociétés anonymes (Journal Officiel n° L 300 du 17.11.2007, pp. 0047-0048).

<sup>201</sup> O. Loÿ, « La troisième directive du Conseil des Communautés européennes du 9 octobre 1978 concernant les fusions des sociétés anonymes », *RTDE* 1980, p 354, n°18.

<sup>202</sup> H. Cordoliani, « Le droit des fusions et la communauté européenne », *JCP CI* 1978, 13078, p. 371.

qu'aux scissions, exige une majorité des trois quarts des voix afférentes au capital souscrit représenté, ce qui va dans le sens d'un renforcement de la protection des actionnaires, l'assemblée générale étant organisée dans leur intérêt exclusif<sup>203</sup>.

*§ 2 : La responsabilité des administrateurs, dirigeants et experts envers les actionnaires.*

La protection des actionnaires est ensuite concrétisée par l'obligation pour les États membres d'organiser, au sein de leur législation, la responsabilité civile des membres des organes d'administration et de direction ainsi que des experts chargés d'établir les rapports décrits précédemment envers les actionnaires à raison des fautes commises lors de la préparation et la réalisation de la fusion ou de la scission (art. 20 et 21 de la directive « fusions » ; art. 18 de la directive « scissions »)<sup>204</sup>. Cette responsabilité a été principalement conçue pour les cas dans lesquels le rapport d'échange des actions porte préjudice aux actionnaires de la société absorbée ou scindée<sup>205</sup>. Dans l'aménagement de cette responsabilité, les États membres doivent respecter les principes d'équivalence et d'effectivité du droit européen, en application desquels d'une part, le demandeur ne doit pas être traité de façon moins favorable qu'il ne l'aurait été dans le cadre d'une demande soumise au droit interne n'ayant pas d'origine européenne (principe d'équivalence) et, d'autre part, les procédures nationales ne doivent pas rendre l'exercice des droits conférés par le texte européen impossible en pratique ou excessivement difficile (principe d'effectivité).

En Allemagne, le § 25 UmwG prévoit la responsabilité des membres de l'organe d'administration ou de direction au bénéfice des actionnaires de la société absorbée ou scindée, tandis que celle de l'expert est régie par le § 11 de cette loi. Selon certains auteurs, le plafond de responsabilité de un million d'euros dans le cadre d'une société non cotée et de quatre millions d'euros dans le cadre d'une société cotée prévu par le § 323, al. 2 HGB en faveur de l'expert en cas de négligence serait contraire à la directive, car elle limiterait la portée de la disposition européenne<sup>206</sup>. Selon J. Lösekrug, tel n'est pas le cas, dans la mesure où le principe de l'effet utile du droit européen a été respecté<sup>207</sup>. Cette limitation serait justifiée par l'ampleur des dommages que peut occasionner la moindre erreur, même minime, de

---

<sup>203</sup> J. Lösekrug, *Die Umsetzung der Kapital-, Verschmelzungs- und Spaltungsrichtlinie der EG in das nationale deutsche Recht*, p. 233.

<sup>204</sup> O. Loj, « La troisième directive du Conseil des Communautés européennes du 9 octobre 1978 concernant les fusions des sociétés anonymes », *RTDE* 1980, p. 354, n° 37.

<sup>205</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 7 n°19.

<sup>206</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 7 n°20.

<sup>207</sup> J. Lösekrug, *Die Umsetzung der Kapital-, Verschmelzungs- und Spaltungsrichtlinie der EG in das nationale deutsche Recht*, p. 283.

l'expert<sup>208</sup>. En droit français, la responsabilité des dirigeants et de l'expert à la fusion est régie par le droit commun de la responsabilité en matière de droit des sociétés, à savoir les articles L. 225-251, L. 225-252, L. 225-256 et L. 225-257 C. Com. pour les dirigeants, administrateurs et membres du conseil de surveillance de sociétés anonymes, ainsi que l'article L. 822-17 C. Com. pour le commissaire à la fusion.

## **Section 2 : Les fusions transfrontalières**

Après avoir présenté succinctement la directive 2005/56/CE (§ 1), nous nous intéresserons au dispositif de protection des actionnaires mis en place par elle (§ 2).

### *§ 1 : Présentation générale de la directive 2005/56/CE*

Adoptée dans le cadre du plan d'action présenté par la Commission le 21 mai 2003 après plusieurs tentatives infructueuses<sup>209</sup>, la directive 2005/56/CE du Parlement européen et du Conseil du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux<sup>210</sup> vise à faciliter les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux relevant de droits d'États membres différents<sup>211</sup> en proposant un cadre législatif commun simplifié et en procédant à l'identification de la loi applicable à chacune des sociétés qui fusionnent<sup>212</sup>. Selon le législateur européen, ce texte doit contribuer à « assurer l'achèvement et le fonctionnement du marché intérieur »<sup>213</sup>.

À l'instar de la directive sur les OPA, ce texte européen ne vise pas à réglementer en détail la matière, mais à mettre en place une procédure cadre de fusion transfrontalière intra-européenne. Il renvoie très largement aux droits nationaux et pose pour principe de base que l'opération de fusion transfrontalière est régie, dans chaque État membre, par les dispositions qui régissent les fusions entre sociétés relevant exclusivement de la législation de cet État membre, dans la mesure où ces dispositions ne sont pas contraires aux dispositions relatives aux fusions transfrontalières<sup>214</sup>.

La directive du 26 octobre 2005 a été transposée avec un retard considérable en droit français par la loi n°2008-649 du 3 juillet 2008 dite d'adaptation du droit des sociétés au droit

<sup>208</sup> Ebke in : *Münchener Kommentar HGB*, § 323 n°4.

<sup>209</sup> Communication de la Commission au Conseil et au Parlement Européen du 21 mai 2003, « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union Européenne – Un plan pour avance », COM(2003)284 final.

<sup>210</sup> Directive 2005/56/CE du Parlement Européen et du Conseil du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux, *JOUE n° L.310 du 25.11.2005, p. 0001 - 0009*.

<sup>211</sup> M. Luby, « Impromptu sur la directive n°2005/56 sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux », *Dr. sociétés 2006, n°6, juin 2006, étude 11*.

<sup>212</sup> « Fusions transfrontalières des sociétés de capitaux » (<http://europa.eu/scadplus/leg/fr/lvb/126041.htm>).

<sup>213</sup> Considérant n°1 de la directive 2005/56/CE.

<sup>214</sup> H. Le Nabasque, « Les fusions transfrontalières après la loi n°2008-649 du 3 juillet 2008 », *Rev. sociétés 2008, n°3, p. 493*.

européen, qui constituent les nouveaux articles L. 236-25 à L. 236-32 C. Com.<sup>215</sup> et en droit allemand par la loi du 25 avril 2007 de modification de la loi allemande relative aux transformations de sociétés (§§ 122a à 122i UmwG)<sup>216</sup>.

Les droits des actionnaires des sociétés participant à la fusion transfrontalière, et en particulier ceux des actionnaires minoritaires, sont susceptibles d'être affectés par celle-ci dans la mesure où, par l'effet de la fusion transfrontalière, l'ensemble du patrimoine actif et passif de la société absorbée est transféré à la société absorbante et les actionnaires de la société absorbée deviennent actionnaires de la société absorbante (art. 14 § 1 points a. et b. de la directive). Si la directive prévoit certaines mesures de protection de l'actionnaire, le dispositif reste, dans certains cas, lacunaire.

### § 2 : *Un dispositif lacunaire de protection de l'actionnaire.*

La protection des actionnaires trouve tout d'abord sa concrétisation dans l'accès de ceux-ci à une information adéquate (A). Les droits allemand et autrichien prévoyant des procédures de vérification et de modification du rapport d'échange des actions ouvertes aux actionnaires insatisfaits du rapport d'échange des actions convenu au projet de fusion, la directive prend ensuite celles-ci en compte en aménageant leurs conditions d'application (B). Enfin, son article 4 § 2 donnant la possibilité aux législations nationales d'édicter certaines dispositions visant à protéger les actionnaires minoritaires s'étant prononcés contre la fusion transfrontalière, le législateur allemand leur a conféré un droit de retrait (C). Cependant, d'un point de vue global, il est possible d'affirmer que la directive « *manque l'occasion d'offrir une véritable protection aux actionnaires minoritaires* »<sup>217</sup>.

A. La protection des actionnaires par une information adéquate et la participation de l'assemblée générale.

Comme dans le cadre des fusions internes, une information adéquate de l'actionnaire est exigée dès l'établissement du projet de fusion transfrontalière. L'article 5 de la directive prévoit que les organes de direction ou d'administration de chacune des sociétés participant à la fusion établissent un projet commun de fusion transfrontalière comprenant douze mentions obligatoires, parmi lesquelles figurent « *le rapport d'échange des titres ou des parts représentatifs du capital social et, le cas échéant, le montant de toute soulte en espèces* » (art. 5 point b) et « *les modalités d'attribution* » de ces titres. Ces informations sont d'une

<sup>215</sup> H. Le Nabasque, « Les fusions transfrontalières après la loi n°2008-649 du 3 juillet 2008 », *Rev. sociétés* 2008, n°3, p. 493.

<sup>216</sup> Zweites Gesetz zur Änderung des Umwandlungsgesetzes vom 19.4.2007 (BGBl. S. 542).

<sup>217</sup> V. Magnier (sous la direction de), *L'entreprise et le droit communautaire : quel bilan pour un cinquantenaire ?*, p. 78.

importance capitale pour les actionnaires, car elles indiquent quel sera le périmètre de leur participation, et par conséquent de leurs droits patrimoniaux et extrapatrimoniaux dans la société absorbante ou la société résultant de la fusion. Ce projet, établi conformément à l'article 5 de la directive, doit être publié un mois au moins avant la date de l'assemblée générale qui doit se prononcer sur la fusion, selon les modalités prévues par la législation de chaque État membre conformément à l'article 4 de la première directive 68/151/CEE du 9 mars 1968<sup>218</sup>. La directive 2009/109/CE du 16 septembre 2009 donne cependant la possibilité aux sociétés de publier ce projet sur leur site internet à certaines conditions. Subséquemment, l'organe de gestion, de direction ou d'administration de chacune des sociétés participant à la fusion doit établir un rapport à l'intention des actionnaires. Ce rapport doit expliquer et justifier « *les aspects juridiques et économiques de la fusion transfrontalière* » ainsi que « *les conséquences de cette fusion transfrontalière pour les associés (...)* » (art. 7). Ce rapport doit être mis à disposition des actionnaires.

Le droit des actionnaires à une information adéquate est renforcé par l'obligation incombant à chacune des sociétés participantes de désigner un expert (ou « commissaire à la fusion ») indépendant chargé d'établir un rapport relatif à l'intégralité du projet de fusion . L'expert doit en particulier se prononcer sur la question de savoir si, à son avis, le rapport d'échange convenu au projet de fusion est pertinent ou non, et si la ou les méthode(s) suivies pour la détermination du rapport d'échange proposé ainsi que l'importance respective donnée à chacune de ces méthodes est (sont) appropriée(s) en l'espèce (art. 8 § 3), ce qui a pour avantage d'apporter un regard extérieur sur l'élément du projet de fusion qui a certainement le plus d'importance aux yeux des actionnaires<sup>219</sup>. Le législateur européen a tenu à instaurer une certaine flexibilité en permettant aux sociétés participantes de solliciter, sur demande conjointe auprès de l'autorité compétente de l'une des sociétés qui fusionnent ou de la société issue de la fusion, la désignation d'experts communs chargés d'examiner le projet de fusion et d'établir un rapport écrit unique destiné à l'ensemble des actionnaires des sociétés participantes (art. 8 § 2). Ce rapport doit être mis à la disposition des actionnaires un mois au moins avant l'assemblée générale qui aura à se prononcer sur la fusion.

Les indications fournies par la directive quant à l'approbation du projet de fusion par les assemblées générales de chacune des sociétés sont très lacunaires<sup>220</sup>. En effet, l'article 9 § 1 prévoit seulement que « *l'assemblée générale de chacune des sociétés qui fusionnent se prononce sur l'approbation du projet commun de fusion transfrontalière* ». En France, le pouvoir de voter la fusion revient à l'assemblée générale extraordinaire (art. L. 236-9, al. 1<sup>er</sup>

---

<sup>218</sup> Première directive 68/151/CEE du Conseil, du 9 mars 1968, tendant à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées, dans les États membres, des sociétés au sens de l'article 58 deuxième al. du traité, pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers, *JOCE n° L 065 du 14/03/1968 p. 0008 – 0012*.

<sup>219</sup> *Drinhausen* in : Semler/Stengel, *Umwandlungsgesetz*, § 122f Rn. 2.

<sup>220</sup> *Drinhausen/Keinath*, *BB* 2006, 725 (729).

C. Com.). Tant en droit français qu'en droit allemand, la majorité exigée pour que la fusion soit approuvée est une majorité qualifiée des trois quarts des droits présents ou représentés (§ 65 al. 1<sup>er</sup> UmwG ; art. L. 225-96 C. Com.), ce qui constitue une avancée en faveur des fusions transfrontalières dans la mesure où cette opération était auparavant assimilée à une modification de la nationalité de la société absorbée ou à un changement de loi applicable à cette société, qui nécessitait l'unanimité des actionnaires (notons ici que la question ne se posait pas en Allemagne, dans la mesure où les fusions transfrontalières y étaient interdites)<sup>221</sup>.

B. L'aménagement par le droit européen des conditions d'application des procédures allemande et autrichienne de vérification et de modification du rapport d'échange des actions.

Les droits des sociétés allemand et autrichien prévoient une procédure baptisée « *Spruchverfahren* », vocable que nous pouvons traduire par « procédure de vérification et de modification du rapport d'échange des actions ». Cette procédure peut être mise en œuvre par les actionnaires de la société allemande ou autrichienne absorbante ou absorbée. Elle a pour objet de faire vérifier judiciairement le caractère adéquat du rapport d'échange des actions prévu au projet de fusion, et, le cas échéant, de le modifier. Cette procédure tend à protéger les droits des actionnaires minoritaires qui n'auront pas été en mesure de s'opposer à l'approbation du projet de fusion dans le cadre de l'assemblée générale. Elle est totalement inconnue du droit des vingt-cinq autres États membres, ce qui pose la question de la conciliation des différentes législations nationales impliquées dans la fusion transfrontalière.

Bien que le législateur européen accorde une valeur primordiale au résultat des négociations précédant la signature du traité de fusion et manifeste, pour cette raison, un certain scepticisme à l'égard de tout contrôle judiciaire<sup>222</sup>, l'existence des « *Spruchverfahren* » allemande et autrichienne a, à la demande de ces deux États<sup>223</sup>, été prise en compte par la directive : son article 10 § 3 joue un rôle de médiation entre les ordres juridiques nationaux qui connaissent cette procédure pouvant aboutir à la modification de la parité d'échange des actions, et ce qui ne la prévoient pas<sup>224</sup>. En application de cette disposition, cette procédure ne pourra être introduire qu'à la condition que les actionnaires de la société dont le droit ne connaît pas une telle procédure en aient expressément accepté la mise en œuvre par une

---

<sup>221</sup> H. Le Nabasque, « L'incidence des normes européennes sur le droit français applicable aux fusions et au transfert de siège social », *Rev. sociétés* 2005, p. 81.

<sup>222</sup> J. Adolff, « Konkurriende Bewertungssysteme bei der grenzüberschreitenden Verschmelzung von Aktiengesellschaften », *ZHR* 2009, 67 (99).

<sup>223</sup> H. Neye/B. Timm, « Die geplante Umsetzung der Richtlinie zur grenzüberschreitenden Verschmelzung von Kapitalgesellschaften im Umwandlungsgesetz », *DB* 2006, 488 (489).

<sup>224</sup> *Drinhausen* in : Semler/Stengel, *Umwandlungsgesetz*, § 122h Rn. 2.

résolution spéciale<sup>225</sup>, qui devra être prise aux mêmes conditions de quorum et de majorité que la décision d'approbation de la fusion elle-même, c'est à dire à une majorité qualifiée des deux tiers des droits présents et représentés dans le cadre d'une assemblée générale qui sera, en droit français, de type « extraordinaire »<sup>226</sup>.

L'article 10-3 de la directive a été transposé en droit français à l'alinéa 2 de l'article L. 236-28 C. Com. et en droit allemand au § 122h, al. 1<sup>er</sup> UmwG. Les transpositions allemande et française n'appellent pas de commentaire particulier quant à leur conformité au texte européen.

Il nous paraît en revanche opportun de nous pencher sur l'affaiblissement de la protection des actionnaires des sociétés dont le droit connaît cette procédure. En effet, il ressort de l'ensemble des développements ci-dessus que la protection de l'actionnaire d'une société absorbée relevant du droit allemand ou autrichien sera affaiblie par rapport à celle dont il jouit dans le cadre d'une fusion interne. En effet, alors que la procédure d'analyse et de modification du rapport d'échange des actions lui est systématiquement ouverte en cas de fusion interne, elle ne pourra être actionnée dans le cadre d'une fusion transfrontalière que dans les hypothèses – extrêmement restreintes – visées ci-dessus. La protection des actionnaires des sociétés soumises au droit allemand ou autrichien nous paraît d'autant plus compromise qu'en l'état actuel de cette législation, la procédure ne présente que peu d'attrait pour les actionnaires des sociétés non soumises au droit allemand ou autrichien : tout d'abord, la parité d'échange des actions ne peut être révisée qu'en faveur des actionnaires de la société soumise au droit allemand, une modification du rapport d'échange des actions en faveur des actionnaires des autres sociétés fusionnantes n'étant, en l'état actuel de la législation allemande, pas possible<sup>227</sup>. Ainsi, l'éventuelle modification du rapport d'échange ne pourra représenter qu'une charge financière pour les sociétés dont le droit ne prévoit pas la procédure de réexamen, et ce d'autant plus que la modification à laquelle procéderont les juges n'est encadrée par aucun plafond<sup>228</sup>. Enfin, ces sociétés ne sont pas, en tant que telles, parties à l'instance, mais seulement représentées par un représentant commun (§ 6 SpruchG)<sup>229</sup>. Au final, la seule – mais probablement décisive – raison qui incitera les actionnaires à consentir à la mise en œuvre de celle-ci en Allemagne sera d'éviter un long blocage du processus de fusion, voire un échec total de celle-ci, qui pourrait résulter de l'exercice par les actionnaires de la société allemande du recours judiciaire en annulation de la décision de l'assemblée

<sup>225</sup> H. Le Nabasque, « Les fusions transfrontalières après la loi n°2008-649 » du 3 juillet 2008, p. 493 ss.

<sup>226</sup> C. Cathiard, « Le régime des fusions transfrontalières depuis la loi du 3 juillet 2008 », *Dr. sociétés* 2008, n°10, octobre 2008, étude 8 ; *Drinhausen* in : Semler/Stengel, Umwandlungsgesetz, § 122h Rn. 6.

<sup>227</sup> J. Vetter, « Die Regelung der grenzüberschreitenden Verschmelzung im UmwG » *AG* 2006, 613 (622) ; *Teichmann*, « Minderheitenschutz bei Gründung und Sitzverlegung der SE », *ZGR* 2003, 367 (386).

<sup>228</sup> J. Vetter, « Ausweitung des Spruchverfahrens, Überlegungen de lege lata und de lege gerenda », *ZHR* 168 (2004), 8 (42).

<sup>229</sup> J. Vetter, « Die Regelung der grenzüberschreitenden Verschmelzung im UmwG », *AG* 2006, 613 (622).

générale approuvant le projet de fusion, qui leur est ouvert par le § 14 UmwG<sup>230</sup>.

### C. Le droit de retrait des actionnaires s'étant prononcés contre la fusion transfrontalière.

L'article 4 § 2 de la directive donne la possibilité aux États membres d' « adopter (...) des dispositions destinées à assurer une protection appropriée aux associés minoritaires qui se sont prononcés contre la fusion transfrontalière ». Faisant usage de ce texte, l'Allemagne a créé un § 122i UmwG, qui confère à chaque actionnaire d'une société allemande absorbée s'étant prononcé contre la fusion transfrontalière le droit de quitter la société en échange d'une compensation financière adéquate. L'al. 2 du § 122i UmwG ouvre la possibilité d'une vérification du caractère adéquat de cette compensation dans le cadre de la « Spruchverfahren ». Ce droit de retrait des actionnaires s'étant prononcés contre la fusion ne représente pas une nouveauté pour le droit allemand des fusions. En effet, dans le cadre des fusions internes, le § 29 UmwG confère un tel droit aux actionnaires qui ont formulé par écrit leur opposition à la résolution de l'assemblée générale approuvant le projet de fusion<sup>231</sup>. À l'inverse, le législateur français n'a pas jugé nécessaire de faire usage de l'article 4 § 2 de la directive lors de la transposition de celle-ci.

## **Chapitre 3 : La protection des actionnaires dans le cadre des offres publiques d'acquisition.**

Préalablement à l'analyse des mécanismes spécifiques de protection des actionnaires, en particulier minoritaires (Section 2), il nous semble opportun de procéder à une présentation générale de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition<sup>232</sup> (Section 1).

### **Section 1 : Présentation de la directive 2004/25/CE.**

Après avoir présenté la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 (§ 1), nous nous intéresserons au principe d'égalité de traitement des actionnaires affirmé par elle (§ 2). Enfin, la directive prévoit la publication de certaines informations (§ 3).

---

<sup>230</sup> S. Klein, « Grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften », *RNotZ* 2007, Heft 12, 565 (599).

<sup>231</sup> « jedem Anteilsinhaber, der gegen den Verschmelzungsbeschluss des übertragenden Rechtsträgers Widerspruch zur Niederschrift erklärt »

<sup>232</sup> Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, JOUE n° L 142, 30 avril 2004, p. 12.

## § 1 : Présentation générale du texte.

La directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition est l'aboutissement d'un projet législatif d'importance pour l'UE amorcé dès les années 1970. Un besoin d'harmonisation des droits nationaux s'était fait sentir, dans la mesure où d'importantes différences de conception ont longtemps prévalu au sein des différents États membres : certains systèmes, comme le droit anglais, étaient totalement « verrouillés »<sup>233</sup>, tandis que d'autres, comme le droit français, laissaient une large marge de manœuvre aux dirigeants de la société cible<sup>234</sup>.

La directive a pour objectif de faciliter les OPA et OPE transfrontalières au sein de l'UE par la fixation de règles minimales en la matière<sup>235</sup>. À cette fin, elle vise notamment à « protéger les intérêts des détenteurs de titres de sociétés relevant du droit d'un État membre lorsque ces sociétés font l'objet d'offres publiques d'acquisition ou de changement de contrôle et qu'une partie au moins de leurs titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre »<sup>236</sup>. Contrairement aux premières directives en la matière, elle cherche à poser un cadre commun plutôt qu'à réglementer la matière dans ses moindres détails (« directive-cadre »). De ce fait, la directive concernant les OPA utilise abondamment les mécanismes d'options et de renvois aux droits nationaux, au droit harmonisé et à la liberté statutaire<sup>237</sup>. Elle ne fixe que des « orientations minimales »<sup>238</sup> et laisse le soin aux droits nationaux des sociétés d'élaborer un dispositif de protection des actionnaires plus poussé<sup>239</sup>. Elle laisse donc une part importante aux spécificités nationales et rend optionnelles des dispositions fondamentales qui, dans les projets précédents de directive, étaient impératives<sup>240</sup>.

La directive définit une OPA comme « une offre publique (...) faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national » (article 2 § 1 point a. de la directive). Les sociétés visées sont celles relevant du droit d'un État membre dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé<sup>241</sup>. L'OPA se déroule donc essentiellement entre l'offrant et les actionnaires

<sup>233</sup> D. Weber-Rey et C. Daianu, « La loi allemande sur les acquisitions de valeurs et les offres publiques d'achat », *JCP E* 2002, 723.

<sup>234</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, n°2247.

<sup>235</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°649.

<sup>236</sup> Considérant n°2 de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004.

<sup>237</sup> M. Luby, « De la difficulté à dénouer le fil d'Ariane...-(bref impromptu sur la directive n°2004/25 relative aux offres publiques d'acquisition) », *Dr. sociétés* n°11, Novembre 2004, étude 15, n°3.

<sup>238</sup> Considérant n°25 de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004.

<sup>239</sup> O. Mülbart, « Umsetzungsfragen der Übernahmerichtlinie – erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften des WpÜG », *NZG* 2004, 633 (635 s.).

<sup>240</sup> M. Menjucq, *Droit international et européen des sociétés*, n°362.

<sup>241</sup> T. Granier, « La directive concernant les offres publiques d'acquisition », *Europe* n°11, Novembre 2004, Etude 11, n°5.

de la société cible, destinataires de l'offre, qui doivent bénéficier d'une certaine protection<sup>242</sup>, d'autant plus que, dans le cadre d'une OPA, les intérêts des organes de direction ou d'administration et ceux des actionnaires minoritaires sont susceptibles de diverger.

La directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition a été transposée en droit allemand au sein de la WpÜG par la loi du 8 juillet 2006<sup>243</sup>, et en droit français par la loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition. Cependant, la réglementation française était déjà en grande partie conforme à la directive du 21 avril 2004<sup>244</sup>.

*§ 2 : L'égalité de traitement des actionnaires, un principe fondamental de la procédure d'offre.*

L'un des principes directeurs des OPA impose que, dans le cadre de la procédure d'offre, tous les actionnaires, majoritaires comme minoritaires soient placés sur un pied d'égalité<sup>245</sup>. En vertu de l'article 3 point a. de la directive, tous les détenteurs de titres de la société visée appartenant à la même catégorie doivent en effet « *bénéficier d'un traitement équivalent* ». Ce principe est également consacré par le droit français à l'article 231-3 RGAMF, et par le droit allemand au § 3 al. 1 WpÜG.

Le principe d'égalité de traitement des actionnaires exige que tous les actionnaires d'une même catégorie soient traités dans des conditions identiques de prix<sup>246</sup>, en particulier lorsque le prix proposé par l'initiateur de l'offre est supérieur à la valeur de l'action en bourse<sup>247</sup>. Cependant, s'il existe différentes catégories de titres au sein de la société, l'offrant n'est pas tenu de proposer le même prix aux actionnaires faisant partie de catégories différentes : des différences de situations peuvent ainsi justifier des différences de traitement<sup>248</sup>.

Il trouve également sa concrétisation dans le système de l'offre obligatoire : en effet, en application de l'article 5 § 1 de la directive, une telle offre, lorsqu'elle est formulée, doit être adressée à « *tous les détenteurs de titres* » et porter sur « *la totalité de leurs participations* ». Ainsi, tout actionnaire est assuré de pouvoir quitter la société à des conditions identiques à celles s'appliquant aux actionnaires majoritaires<sup>249</sup>.

---

<sup>242</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 10 n°5.

<sup>243</sup> Loi de transposition de la directive 2004/24/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, BGBl. I, S. 1426.

<sup>244</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°649.

<sup>245</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°649.

<sup>246</sup> A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier*, n°1397.

<sup>247</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 10, n°11.

<sup>248</sup> Paris, 7 juillet 1995.

<sup>249</sup> A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier*, n°1397

### § 3 : Les obligations d'information.

Afin que l'OPA se déroule dans une certaine transparence, diverses informations doivent être mis à la disposition des actionnaires des sociétés participants à l'OPA. Au titre des principes directeurs des OPA, l'article 3 § 1, point b. précise que les actionnaires de la société cible doivent « *disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause* ». Les articles 6 à 8 détaillent ce principe, en prévoyant que l'offrant a l'obligation d'établir un document d'offre qui doit contenir certaines informations (teneur de l'offre, identité de l'offrant, titres ou catégories de titres qui font l'objet de l'offre, contrepartie offerte par titre...). L'offrant doit rendre public ce document d'offre. Préalablement à sa publication, ce document doit être transmis à l'autorité de contrôle (l'AMF en France, la *BaFin* en Allemagne), ainsi qu'aux représentants du personnel de la société offrante. Les Etats membres doivent veiller à la publication efficace et rapide (art. 8).

Une obligation d'information incombe également à sa société cible (art. 10). Elle porte en particulier sur la structure du capital et les participations importantes au sein de la société cible, les restrictions aux transferts des titres et au droit de vote ainsi que sur les accords entre actionnaires connus de la société et pouvant entraîner des restrictions au transfert des titres et/ou aux droits de vote.

Enfin, la période d'acceptation de l'offre ne peut être ni inférieure à deux semaines, ni supérieure à dix semaines à compter de la date de la publication du document d'offre, afin de laisser aux actionnaires une période de réflexion suffisante.

## **Section 2 : La protection des actionnaires minoritaires.**

La protection des actionnaires minoritaires est assurée par le système de l'offre obligatoire (§ 1), l'encadrement des mesures « anti-OPA » (§ 2), ainsi que par un mécanisme de rachat obligatoire. Un système de retrait obligatoire est également prévu par la directive (§ 3).

### § 1 : L'offre obligatoire.

En application de l'article 5 de la directive, les États membres veillent à ce qu'une personne physique ou morale détenant, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle<sup>250</sup>, des titres d'une société lui conférant un

---

<sup>250</sup> Selon l'article 2, al. 1 point d., les personnes agissant de concert sont des « *personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée (...)* ».

pourcentage déterminé de droits de vote lui donnant le contrôle d'une société, soit obligée de formuler une offre. La directive va dans le sens de la généralisation du système de l'offre publique obligatoire, connu de divers droits des sociétés européens, dont le droit français depuis 1989. Ce système vise à éviter que les actionnaires minoritaires aient à supporter une prise de contrôle qui pourrait s'avérer nuisible pour leurs intérêts, en leur conférant la possibilité de sortir de la société<sup>251</sup>.

L'élément déclencheur de l'offre obligatoire est un acte d'acquisition de titres d'une société par une personne physique ou morale lui conférant un certain pourcentage de droits de vote<sup>252</sup>. Dans ce cadre, toute acquisition doit être prise en compte, qu'elle soit la résultante d'une obligation légale ou d'un contrat. Cependant, le regroupement des voix de différents groupes d'actionnaires formant une majorité ne constitue pas une « acquisition » au sens de la directive<sup>253</sup>, et ne donne donc pas lieu à une offre obligatoire. La directive ne précise pas le seuil de déclenchement de l'offre obligatoire. Le droit allemand l'a fixé à 30 % (§ 29, al. 2 WpÜG), et le droit français à un tiers des droits de vote de la société (art. 234-2, al. 1 RGAMF).

L'offre obligatoire doit porter sur la totalité des participations de tous les détenteurs de titres de la société. Dans ce cadre, la directive pose une exigence du caractère équitable du prix. Selon le législateur européen, le prix équitable est « *le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période déterminée par les Etats membres de six mois au minimum à douze mois précédant l'offre* » (art. 5 § 4 ; transposé à l'art. 234-6 RGAMF). La contrepartie peut consister en « *des titres, des espèces, ou une combinaison des deux* ». Dans certaines hypothèses, l'offrant est cependant dans l'obligation de proposer des espèces, au moins à titre d'option (art. 5 § 5).

## § 2 : *L'encadrement optionnel des mesures « anti-OPA »*

En matière de défenses « anti-OPA », c'est à dire de mesures pouvant être adoptées par les organes directeurs de la société en vue de faire échouer l'offre, la directive s'inspire des recommandations du groupe d'expert présidé par M. WINTER, dont le rapport a été présenté à la fin de l'année 2002<sup>254</sup>. Elle tente d'encadrer ces mesures, qui peuvent entraver la liberté de choix des actionnaires minoritaires en ne leur permettant pas de céder leurs actions à l'initiateur de l'offre et, par conséquent, de quitter la société. Antérieurement à la transposition de la directive, les législations des États membres étaient très divergentes :

<sup>251</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 10, n° 17.

<sup>252</sup> Hormis lorsqu'il a d'ores et déjà été fait acquisition de ces titres lors d'une offre publique.

<sup>253</sup> C. Seibt/K. Heiser, « Analyse der EU-Übernehmerichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmerechts », *ZGR* 2005, 200 (214).

<sup>254</sup> Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés intitulé « Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés », présenté à Bruxelles le 4 novembre 2002.

certaines, comme le droit anglais exigeaient l'accord de l'assemblée générale des actionnaires préalablement à toute mesure « anti-OPA », tandis que d'autres, comme le droit français, conféraient une importante marge de manœuvre aux organes d'administration et de direction<sup>255</sup>. La restriction de la liberté d'action des instances dirigeantes trouve sa concrétisation, d'une part, dans la compétence de principe de l'assemblée générale des actionnaires pour l'approbation de toute action susceptible de faire échouer l'offre, prévue à l'article 9 § 2 (A.) et, d'autre part, dans la neutralisation par l'article 11 des restrictions au transfert des titres et au droit de vote pendant la durée de l'offre (B.). Cependant, force est de constater que le droit européen n'est pas parvenu à harmoniser totalement les droits nationaux dans ce domaine : le caractère optionnel des articles 9 et 11, ainsi que la clause de réciprocité de l'article 12, constituent sans doute l'illustration de la résurgence des divergences originaires entre les droits nationaux (C.).

A. La compétence de principe de l'assemblée générale pour autoriser « toute action susceptible de faire échouer l'offre ».

L'article 9 de la directive consacre le principe de primauté de l'assemblée générale des actionnaires, qui a vocation à limiter la liberté d'action des dirigeants des sociétés visées<sup>256</sup>. Cette *neutrality rule*<sup>257</sup> pose le principe de la passivité de l'organe d'administration ou de direction<sup>258</sup> et rend les actionnaires seuls décisionnaires de l'offre<sup>259</sup>. Cet encadrement de la liberté d'action des organes de direction ou d'administration s'explique par le fait qu'ils sont susceptibles d'adopter des mesures entravant la liberté des actionnaires de céder leurs titres à l'initiateur de l'offre. De plus, ils peuvent être tentés d'adopter des mesures destinées à contrer l'offre publique dans le but de se maintenir à leurs postes de direction, car le succès d'une OPA se traduit souvent par des modifications dans la composition de ces organes<sup>260</sup>. Par ailleurs, un des objectifs de la directive étant de « libérer les offres publiques européennes de leurs éventuelles entraves en donnant la parole aux actionnaires en cours d'offre »<sup>261</sup>, il revient à

---

<sup>255</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, n°2247.

<sup>256</sup> M.-N. Dompé, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *Dr. sociétés*, n°11, Novembre 2006, étude 19, n°1.

<sup>257</sup> M. Luby, « De la difficulté à dénouer le fil d'Ariane (bref impromptu sur la directive n°2004/25 relative aux offres publiques d'acquisition) », *Dr. sociétés* Novembre 2004, étude 16, n°8.

<sup>258</sup> K. Hopt, « Les offres publiques d'acquisition en droits français et allemand après la 13e directive », *Rec. Dalloz* 2007, p. 462.

<sup>259</sup> M. Menjucq, *Droit international et européen des sociétés*, n°373.

<sup>260</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 10 n°5.

<sup>261</sup> M.-N. Dompé, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *Dr. sociétés*, n°11, Novembre 2006, étude 19, n°13.

l'assemblée générale d'exercer ces pouvoirs incombant habituellement aux dirigeants<sup>262</sup>.

Ainsi, l'article 9 § 2 prévoit que, pendant la période d'offre<sup>263</sup>, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit obtenir l'autorisation de l'assemblée générale « *avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre* », et, en particulier, toute émission d'actions de nature à empêcher durablement la prise de contrôle de la société visée par l'offrant. Une exception est cependant prévue pour la recherche d'autres offres. Ce principe de neutralité des dirigeants est complété par l'article 9 § 3, qui concerne les décisions prises antérieurement à l'offre mais non confirmées en totalité. Ainsi, il incombe aux dirigeants d'obtenir la confirmation par l'assemblée générale de toute mesure ne s'inscrivant pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre. Cette règle en apparence stricte est affaiblie par l'article 12, qui rend sa transposition optionnelle. Cette disposition a été intégrée au droit français, à l'article L. 233-32-I C. Com., mais son effet est atténué par d'autres dispositions prises en vertu de l'article 12. Le droit allemand a transposé ce mécanisme au § 33a WpÜG, mais uniquement en tant que simple possibilité offerte aux sociétés de l'insérer dans leurs statuts, comme le lui permet l'article 12.

#### B. La neutralisation des restrictions au transfert des titres et au droit de vote pendant la durée de l'offre.

L'article 11 aborde la question des entraves de nature conventionnelle au transfert des titres. Ainsi, « *toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans les statuts de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7 § 1* ». Cette inopposabilité s'applique également à « *toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans des accords contractuels entre la société et les détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après l'adoption de la présente directive entre les détenteurs de titres de la société visée* ». Si ces règles permettent une simplification considérable du déroulement de l'offre publique en conférant un avantage à l'offrant et en garantissant la liberté des actionnaires de la société cible de sortir de celle-ci en cédant leurs titres à l'offrant, elles portent cependant atteinte à la force obligatoire des contrats et défavorisent les entreprises européennes faces à leurs homologues américaines, qui ne peuvent y être soumises, ce qui explique que l'article 11 a été adoptée en tant qu'« *arrangement facultatif* » au sens de l'article 12<sup>264</sup>.

<sup>262</sup> Rapport LEPETIT, p. 7.

<sup>263</sup> La période d'offre débute « *à partir du moment où l'organe d'administration ou de direction de la société visée reçoit les informations sur l'offre mentionnées à l'article 6, paragraphe 1, première phrase* » et s'achève lorsque le résultat de l'offre a été rendu public, ou lorsque l'offre est devenue caduque.

<sup>264</sup> T. Granier, « La directive concernant les offres publiques d'acquisition », *Europe* Novembre 2004, Etude 11, n°13.

En outre, l'article 11 § 3 de la directive prévoit que les restrictions au droit de vote prévues dans les statuts de la société sont dépourvues d'effets lors de l'assemblée générale statuant sur les mesures « anti-OPA ». Il en va de même des restrictions au droit de vote prévues dans des accords contractuels entre la société visée et ses détenteurs de titres, ou dans des accords contractuels conclus après l'adoption de la présente directive entre des détenteurs de titres de la société visée.

En France, l'article 14 de la loi de transposition a inséré dans le Code de commerce un article L. 233-24, selon lequel les clauses statutaires restreignant le transfert des actions de la société visée sont inopposables à l'initiateur de l'offre publique, sauf lorsque ces restrictions résultent d'une obligation législative. Le législateur allemand n'a pas davantage transposé cette disposition que celle de l'article 9, en prévoyant seulement la faculté pour les sociétés de droit allemand d'inscrire une telle clause dans leurs statuts (§ 33b WpÜG).

### C. Le caractère optionnel des articles 9 et 11 et la clause de réciprocité de l'article 12.

Les principes posés par les articles 9 et 11 de la directive ayant rencontré l'opposition de certains États membres, au rang desquels figure l'Allemagne, lors de l'élaboration de la directive, un compromis a dû être trouvé quant à leurs modalités d'application<sup>265</sup>. En vertu de l'article 12 § 1, « *les États membres peuvent se réserver le droit de ne pas imposer aux sociétés mentionnées à l'article 1 § 1, dont le siège social se trouve sur leur territoire, d'appliquer les paragraphes 2 et 3 de l'article 9 et/ou l'article 11* ». Dans le cas où ils font usage de cette faculté, les États membres doivent néanmoins laisser la possibilité réversible aux sociétés concernées d'insérer, par une décision de l'assemblée générale, les dispositions optionnelles dans leurs statuts. Si cette clause d'option permet d'égaliser les conditions de concurrence entre les sociétés des différents États membres, elle ne permet pas l'uniformisation totale du droit à l'échelle européenne en matière de défenses anti-OPA<sup>266</sup>.

Il y a lieu de souligner ici les divergences de transposition des droits français et allemand. Concernant l'article 9, la France a, comme la Grèce, la Hongrie, le Portugal et la Slovénie, retenu la solution renforçant le rôle des actionnaires lors du déroulement d'une OPA<sup>267</sup>. Se conformant aux recommandations du rapport rédigé sous la direction de M. LEPETIT<sup>268</sup>, le législateur français a transposé l'article 9 de la directive en exigeant des

<sup>265</sup> M.-N. Dompé, « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *Dr. sociétés*, n°11, Novembre 2006, étude 19, n°2.

<sup>266</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, n°2247.

<sup>267</sup> B. Lecourt, « Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA », *Rev. sociétés* 2007, p. 192.

<sup>268</sup> J.-F. Lepetit, « Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition », présenté le 27 juin 2005.

dirigeants de la société cible qu'ils obtiennent l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre (art. L. 233-32-I C. Com.). De plus, concernant les dispositions prises avant le début de la période d'offre, toute délégation accordée par l'assemblée générale des actionnaires d'une mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre est suspendue pendant la période d'offre (art. L. 233-32-III, al. 1 C. Com.). La France apparaît plus respectueuse des intérêts des actionnaires que l'Allemagne<sup>269</sup>, qui, au contraire, a adopté une posture protectionniste en continuant d'admettre très largement les mesures anti-OPA<sup>270</sup>. Ainsi, en vertu du § 33, alinéa 1 WpÜG, si le directoire d'une société cible dont le siège est situé sur le territoire allemand ne peut – en théorie – accomplir « aucune action susceptible de faire échouer l'offre », il lui est en revanche possible d'accomplir tous les actes de gestion qu'un dirigeant d'une société « ordonné et consciencieux » aurait entrepris, abstraction faite de l'existence de l'OPA, pour la recherche d'une offre concurrente. De plus, après autorisation préalable du conseil de surveillance, il peut prendre toutes les mesures de défense qu'il estime nécessaires. Généralement, cette autorisation est assez aisée à obtenir, dans la mesure où le conseil de surveillance est composé pour moitié de salariés, ces derniers étant le plus souvent favorables aux mesures « anti-OPA »<sup>271</sup>. Par ailleurs, les délégations accordées par l'assemblée générale antérieurement à la période d'offre et permettant au directoire de prendre des mesures de défense restent valables pour une durée de 18 mois et leur mise en œuvre par le directoire nécessite l'autorisation du conseil de surveillance (§ 33, al. 2 WpÜG). En application de la règle d'*opt-in* de l'article 12 § 2 de la directive, les sociétés dont le siège social est situé sur le territoire allemand peuvent insérer la *rule of passivity* dans leurs statuts (§ 33a WpÜG).

S'agissant de l'article 11, la France a intégré aux articles L. 233-35 à L. 233-39 C. Com. le principe de la neutralisation des restrictions au transfert des titres et au droit de vote pendant la durée de l'offre sans le rendre obligatoire. La faculté est donc donnée aux sociétés françaises d'insérer de façon réversible la *breakthrough rule* dans leurs statuts<sup>272</sup>. Telle est également l'orientation retenue par le droit allemand (§ 33b WpÜG). Cependant, l'adoption volontaire de ces règles par les sociétés reste subordonnée à l'approbation d'actionnaires qui disposent de droits spéciaux ou qui représentent une large majorité. De plus, la règle de la neutralisation adoptée par les sociétés peut faire l'objet d'un aménagement au cas par cas et

---

<sup>269</sup> V. Magnier (sous la direction de), *L'entreprise et le droit communautaire : quel bilan pour un cinquantenaire ?*, p. 80.

<sup>270</sup> K. Hopt, « Les offres publiques d'acquisition en droits français et allemand après la 13e directive », *Rec. Dalloz* 2007, p. 462.

<sup>271</sup> K. Hopt, « Les offres publiques d'acquisition en droits français et allemand après la 13e directive », *Rec. Dalloz* 2007, p. 462.

<sup>272</sup> M. Luby, « De la difficulté à dénouer le fil d'Ariane (bref impromptu sur la directive n°2004/25 relative aux offres publiques d'acquisition) », *Dr. sociétés* Novembre 2004, étude 16, n°8.

donc ne pas viser toutes les défenses (vote double, actions sans droit de vote)<sup>273</sup>.

Obstacle supplémentaire à l'unification du droit des OPA au niveau européen, l'article 12 § 3 de la directive permet aux Etats membres d'exempter les sociétés appliquant les articles 9 § 2, 9 § 3 et/ou l'article 11 de faire application de ces dispositions dans l'hypothèse où elles font l'objet d'une offre lancée par une société qui ne les applique pas elle-même. Cette disposition prend en considération le fait que les options laissées aux Etats et aux sociétés par les articles 9 et 11, loin d'harmoniser les conditions de jeu, accroissent les inégalités<sup>274</sup>. Il peut s'agir de n'importe quelle société attaquante, que son siège soit situé ou non sur le territoire d'un Etat membre, à partir du moment où elle n'applique pas ces dispositions, pour quelque raison que ce soit<sup>275</sup>. Selon le § 33c WpÜG, les sociétés allemandes peuvent soulever l'exception de réciprocité qui permet de faire échec à ces deux principes dans l'hypothèse où l'offrant n'y est pas soumis. En droit français, cette clause de réciprocité a été transposée à l'article L. 233-33 C. Com.. Le législateur a d'ailleurs privilégié une interprétation large de l'article 12 § 3 en admettant que l'exemption puisse être accordée bien que l'article 9 soit, en principe, obligatoire<sup>276</sup>.

### § 3 : *Le retrait et le rachat obligatoires*

L'acquisition par la voie d'une OPA des titres d'une société ne doit pas porter atteinte aux droits des actionnaires minoritaires. C'est pourquoi la directive 2004/25/CE concernant les OPA a prévu, via le rachat obligatoire, la possibilité pour l'actionnaire minoritaire n'ayant pas apporté ses titres à l'offre de quitter la société à des conditions identiques à celles ayant abouti à l'acquisition du contrôle<sup>277</sup> (B). Cependant, l'actionnaire majoritaire peut aussi forcer l'actionnaire minoritaire à vendre ses titres, et l'exclure ainsi de la société. Tel est l'objet du retrait obligatoire (A).

#### A. Le retrait obligatoire.

Le retrait obligatoire, prévue par l'article 15, est un mécanisme qui permet à un actionnaire très majoritaire d'obliger les actionnaires minoritaires à lui vendre leurs titres<sup>278</sup>. À

<sup>273</sup> B. Lecourt, « Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA », *Rev. sociétés* 2007, p. 192.

<sup>274</sup> M. Menjucq, *Droit international et européen des sociétés*, n°379.

<sup>275</sup> J.-P. Valuet/A. Lienhard, *Code des sociétés et des marchés financiers commenté*, commentaire des articles L. 233-32 et L. 233-33 du Code de commerce, p. 931.

<sup>276</sup> J.-P. Valuet/A. Lienhard, *Code des sociétés et des marchés financiers commenté*, commentaire des articles L. 233-32 et L. 233-33 du Code de commerce, p. 932.

<sup>277</sup> A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier*, n°1416

<sup>278</sup> T. Granier, « La directive concernant les offres publiques d'acquisition », *Europe* n°11, Novembre 2004, Etude 11, n°8.

l'image du *squeeze-out* américain, il permet aux sociétés cotées, sous certaines conditions, d'unifier leur actionnariat<sup>279</sup>, en procédant, sans qu'une décision de l'assemblée générale ne soit nécessaire, à l'exclusion des actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'offre publique<sup>280</sup>. Ainsi, l'article 15 de la directive prévoit que, lorsqu'une offre publique a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité de leurs titres, les États membres doivent veiller à ce que l'offrant puisse, sous certaines conditions, exiger de tous les détenteurs de titres restants qu'ils lui vendent leurs titres pour un juste prix. Cette possibilité doit être offerte à l'offrant lorsqu'il détient des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de votes et 90 % des droits de vote de la société visée ou, lorsque à la suite de l'acceptation de l'offre, il a acquis ou s'est fermement engagé à acquérir des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote de la société visée et 90 % des droits de vote faisant l'objet de l'offre (art. 15 § 2). Ce seuil de participation peut être fixé par les États membres à 95 % du capital assorti des droits de vote et 95 % des droits de vote. Le délai dont dispose l'offrant pour exercer ce droit est de trois mois à compter de la fin de la période d'acceptation de l'offre. L'exercice de ce droit mène à la radiation des titres concernés du marché réglementé et à la perte de statut de société faisant appel public à l'épargne<sup>281</sup>.

Afin d'assurer le respect des droits des actionnaires forcés à vendre leurs titres, l'article 15 § 5 dispose que les États membres doivent veiller à ce qu'un juste prix leur soit garanti. Cependant, la directive ne précise ni les principes généraux ni les modalités de détermination de ce « *juste prix* »<sup>282</sup>. Elle se contente d'indiquer qu'il doit prendre la même forme que la contrepartie de l'offre, ou consister en une valeur en espèces, tout en instaurant des présomptions selon lesquelles, à la suite d'une offre volontaire, la contrepartie de l'offre est présumée juste si l'offrant a acquis, par acceptation de l'offre, des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote faisant objet de l'offre, et, dans le cas d'une offre obligatoire, la contrepartie de l'offre est présumée juste.

En France, le retrait obligatoire a été autorisé pour la première fois par la loi n°93-1444 du 31 décembre 1993, mais les articles 237-1 à 237-13 RGCMF le limitaient aux cas d'offre ou de demande de retrait. La loi de transposition du 31 mars 2006 fait du retrait obligatoire une procédure autonome, de telle façon qu'il peut dorénavant être déclenché à l'issue de toute offre publique, dès lors que les titres qui n'auront pas été présentés à l'initiateur de l'offre ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote (art. L.

---

<sup>279</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°651-3. L'unification de l'actionnariat peut en outre servir à faire sortir la société des marchés financiers afin de ne plus faire peser sur la société les charges inhérentes à la négociation sur un marché réglementé, dans la mesure où une société n'a plus d'existence boursière dès lors que la plus grande partie de ses titres sont détenus par un même actionnaire (A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier*, n°1430).

<sup>280</sup> T. Heidel, « Der übernahmerechtliche Squeeze- und Sell-out gemäß §§ 39aff. WpÜG », *DK* 2006, 653 (653).

<sup>281</sup> A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier*, n°1435.

<sup>282</sup> A. Austmann/P. Mennicke, « Übernahmerechtlicher Squeeze-out und Sell-out », *NZG* 2004, 846 (849).

433-4-II C. mon. fin. ; art. 237-14 RGAMF)<sup>283</sup>. Les actionnaires contraints au retrait reçoivent une indemnité égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au prix résultant d'une évaluation « multi-critères » d'usage courant en matière d'OPA (art. L. 433-4-III C. mon. fin. ; art. 237-16-I RGAMF). Cette évaluation est effectuée par l'initiateur de l'offre selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs. Elle tient compte de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur en bourse des actions, de l'existence de filiales ainsi que des perspectives d'activité. Elle est assortie de l'évaluation d'un expert indépendant<sup>284</sup>, qui dispose d'un droit d'opposition. L'AMF, chargée d'examiner le projet d'offre publique et de se prononcer sur sa recevabilité, autorise le retrait obligatoire aux conditions proposées<sup>285</sup>.

Le § 39, al. 1 WpÜG transpose l'article 15 de la directive en droit allemand. L'Allemagne a fait usage de l'option ouverte à l'article 15 § 2, portant le seuil requis pour l'exercice du retrait obligatoire à 95 % du capital assorti des droits de vote. Le texte européen ne donnant aucune précision quant au type de procédure à suivre, cette disposition prévoit que les actions seront transférées par l'intermédiaire d'une décision judiciaire<sup>286</sup>. Selon certains auteurs, cette procédure offre une protection moindre de l'actionnaire que celle des § 327a ff. AktG, dans la mesure où les actionnaires concernés ne sont pas parties à la procédure judiciaire, mais disposent seulement d'un droit d'être entendu<sup>287</sup>. Selon la doctrine, la notion de « *juste prix* » devant être alloué aux actionnaires doit être entendue selon la jurisprudence constante de la Cour constitutionnelle fédérale et de la Cour fédérale de justice, selon lesquelles est due une « *compensation financière intégrale* »<sup>288</sup>, qui ne doit être inférieure ni à la valeur obtenue par l'application de la méthode dite de la « valeur de rendement », ni à la valeur vénale des titres<sup>289</sup>. La question de savoir si les présomptions posées par le § 39a al. 3, phrase 3 WpÜG (transposant l'article 15 § 5 de la directive) sont de nature réfutable ou irréfutable a fait l'objet d'un débat au sein de la doctrine allemande. Selon certains auteurs, une interprétation de cette disposition à la lumière de l'article 14 de la Loi fondamentale allemande garantissant le droit de propriété et de la jurisprudence de la Cour constitutionnelle fédérale aboutirait à considérer ces présomptions comme réfutables<sup>290</sup>. Cependant, il se

---

<sup>283</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, n°2267.

<sup>284</sup> Paris, 19 octobre 1999.

<sup>285</sup> P. Merle, *Sociétés commerciales*, n°651-3.

<sup>286</sup> *Heidel/Lochner*, in : Heidel (Fn. 5), § 39 WpÜG Rn. 23.

<sup>287</sup> T. Heidel, « Der übernahmerechtliche Squeeze- und Sell-out gemäß §§ 39a ff. WpÜG », *DK* 2006, 653 (655).

<sup>288</sup> BVerfG, Urteil v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263, 283 (*Feldmühle*); BVerfG, Urteil v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 303 (*DAT/Altana*); BGH, Beschluss v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108.

<sup>289</sup> BVerfG, Urteil v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 303 (*DAT/Altana*).

<sup>290</sup> P. Rühland, « Der übernahmerechtliche Squeeze-out im Regierungsentwurf der Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes - Ökonomisch sinnvoll, aber nicht vollständig mit höherrangigem Recht vereinbar », *NZG* 2006, 401 (404).

dégage de l'exposé des motifs de la loi que le législateur a eu l'intention de leur conférer un caractère irréfutable<sup>291</sup>. Par ailleurs, la directive ne prescrit nullement leur caractère irréfutable<sup>292</sup>. Ces présomptions lui ont d'ailleurs été inspirées par le rapport du groupe d'expert WINTER, présenté à la Commission européenne en septembre 2001, qui considérait expressément que celles-ci devaient avoir un caractère réfutable. Conformément à la jurisprudence de la Cour constitutionnelle fédérale, il convient donc de considérer que les présomptions du § 39, al. 3 WpÜG peuvent être renversées<sup>293</sup>, ce qui permet de garantir – tout du moins théoriquement – le plein respect du droit de propriété des actionnaires évincés.

## B. Le rachat obligatoire.

Suivant un processus inverse à celui du retrait obligatoire, le rachat obligatoire (ou *sell-out*) permet aux détenteurs des titres restants d'une société ayant fait l'objet d'une OPA de contraindre l'offrant qui a atteint les seuils fixés par l'article 15 § 2 de leur racheter leurs actions pour un juste prix. Cette disposition permet de prendre en compte le fait que les conditions dans lesquelles les actionnaires minoritaires ont fait l'acquisition de leurs titres ont été modifiées par le succès de l'offre<sup>294</sup>, et ainsi de protéger ceux qui n'ont pas apporté leurs actions à l'OPA d'éventuels abus auxquels la position dominante du nouvel actionnaire majoritaire pourrait donner lieu<sup>295</sup>. Les conditions du rachat obligatoire sont identiques à celles qui donnent à l'actionnaire majoritaire la possibilité d'actionner la procédure de retrait obligatoire<sup>296</sup>. D'un point de vue purement pratique, le rachat obligatoire représente pour les actionnaires minoritaires un allongement de trois mois du délai d'acceptation initial de l'offre<sup>297</sup>.

Précédemment inconnu du droit allemand, le droit de rachat obligatoire a été transposé au sein de celui-ci par le § 39c WpÜG qui, comme le § 39a de cette même loi, fait usage de l'option prévu par l'article 15-2 de la directive et prévoit ainsi que le seuil atteint par l'offrant doit être de 95% du capital assorti de droits de vote. Le « *juste prix* » doit prendre la même forme que la contrepartie de l'offre. Aucune obligation n'incombe à l'offrant de proposer une

<sup>291</sup> Begründung des Regierungsentwurfes, BT-Drs. 16/1003, 22.

<sup>292</sup> H. Krause, « BB-Europareport – Die EU-Übernehmerichtlinie – Anpassungsbedarf im Wertpapierserwerbs- und Übernahmegesetz », *BB* 2004, 113 (404 ff.).

<sup>293</sup> *Heidel/Lochner*, in : Heidel (Fn. 5), § 39a WpÜG, Rn. 62 ff.

<sup>294</sup> M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, § 10, n°27

<sup>295</sup> K. Hasselbach, « Das Andienungsrecht von Minderheitsaktionären nach der EU-Übernehmerichtlinie », *ZGR* 2005, 387 (390).

<sup>296</sup> *Süßmann* in : Geibel/Süßmann, *WpÜG Kommentar*, § 39c Rn.2

<sup>297</sup> *Süßmann* in : Geibel/Süßmann, *WpÜG Kommentar*, § 39c Rn.1

contrepartie en espèces. Le montant de la contrepartie correspond à celui de l'offre.

Introduite pour la première fois en droit français par la loi du 2 août 1989 pour permettre à des actionnaires minoritaires d'obtenir le rachat de leurs titres dans certaines circonstances<sup>298</sup>, l'« offre publique de retrait » (vocable français désignant la procédure équivalente de « rachat obligatoire ») est réglementée par les articles L. 433-4-I C. mon. fin. et 236-1 RGAMF. Lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert au moins 95 % des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le détenteur de titres n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander à l'AMF de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'une offre publique de retrait. Celle-ci doit concerner la totalité des titres de capital ou donnant accès au capital et des titres de droits de vote qui ne sont pas détenus par l'actionnaire ou le groupe majoritaire. Cependant, l'article 236-1, al. 2 RGAMF précise que l'AMF apprécie la légitimité de la demande des actionnaires minoritaires au regard « *des conditions prévalant sur le marché des titres concernés* » ainsi que « *des éléments d'appréciation apportés par le demandeur* », ce qui signifie que l'autorité de régulation des marchés a la possibilité de refuser d'accéder à la demande des actionnaires minoritaires lorsque la preuve du caractère non liquide de leurs titres n'est pas établie, c'est à dire lorsque ne peut être prouvée l'impossibilité pour ceux-ci de vendre leurs actions sur le marché dans des conditions normales de délai et de cours en raison de l'« *étroitesse du marché* » et de la « *quasi-absence de transactions* »<sup>299</sup>. S'agissant du « *juste prix* », comme en matière de retrait obligatoire, il doit être procédé à une évaluation multi-critères de la valeur des titres, qui doit « *conduire à un résultat équitable ne lésant par les intérêts des actionnaires exposés à un retrait des titres de la côte* »<sup>300</sup>.

---

<sup>298</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Les sociétés commerciales*, n°2265

<sup>299</sup> A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier*, n°1425 ; Com. 6 mai 1996, *Rev. sociétés* 1996, 802, note P. Le Cannu; Paris, 7 avril 1998, *JCP E* 1998, 1598 note J.-J. Daigre.

<sup>300</sup> Paris, 7 novembre 1990 ; Paris, 1er avril 1991.

## CONCLUSION

Nous avons pu observer que le droit européen a, dès les premières directives intervenant dans le domaine du droit des sociétés, abondamment utilisé – sans pour autant la définir – la notion d’actionnaire, pour élaborer progressivement un corpus de normes protectrices de celui-ci, tant sur le plan des droits et devoirs qui constituent l’essence de la qualité d’actionnaire que sur celui d’une protection plus ponctuelle qui s’est révélée nécessaire dans le cadre d’opérations spécifiques.

Si l’harmonisation des droits des actionnaires au sein de l’Union européenne, indispensable pour garantir un certain degré d’efficacité et de compétitivité des entreprises, a connu d’importantes évolutions en ce début de vingt-et-unième siècle, en particulier grâce à la directive 2007/36/CE concernant l’exercice de certains droits des actionnaires cotées, certains travaux d’importance restent à mener, parmi lesquels figurent en premier lieu l’élaboration d’une définition européenne autonome de la notion d’actionnaire, la réglementation des pratiques de gouvernement d’entreprise, ainsi que la création d’une société privée européenne (SPE), non cotée, et qui « *viserait essentiellement à combler les besoins des PME actives dans plus d’un Etat membre* »<sup>301</sup>, et qui répondrait ainsi aux besoins de certains « actionnaires-associés ».

---

<sup>301</sup> Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen du 21 mai 2003, p. 25.

## SYNTHESE EN LANGUE ALLEMANDE

### ZUSAMMENFASSUNG

#### Einführung

Die Harmonisierung der nationalen Gesellschaftsrechte durch das Recht der Europäischen Union basiert auf den Art.n 50 § 2 lit. g. und 54 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV, ehemalg EG-Vertrag, Art. 44 § 2 lit. g. und 48). Sie dient der Verwirklichung der europäischen Niederlassungsfreiheit, die den Gesellschaften, die nach den Rechtsvorschriften eines Mitgliedstaates der Europäischen Union gegründet worden sind, zugute kommt. Nach Art. 50 § 2 lit. g. AEUV obliegt es dem Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat, Richtlinien zu erlassen, um die Schutzbestimmungen zu koordinieren, die in den Mitgliedsstaaten den Gesellschaften im Sinne des Art. 54 Absatz 2 AEUV im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten. Diese Bestimmung schreibt vor, dass die europäischen Institutionen zur Erreichung dieses Ziels die Methode der Richtlinie benutzen müssen, die hinsichtlich des zu erreichenden Ziels verbindlich ist, jedoch den innerstaatlichen Stellen die Wahl der Form und der Mittel überlässt. Seltener wurde die Methode der Verordnung verwendet, um supranationale Rechtsformen (Europäische Gesellschaft, Europäische wirtschaftliche Interessenvereinigung) zu schaffen.

Es ist nicht einfach, Gemeinsamkeiten zwischen allen gesellschaftsrechtlichen Richtlinien herauszustellen: Manche, wie z.B. die Publizitätsrichtlinie<sup>302</sup> oder die Kapitalrichtlinie<sup>303</sup>, stellen sehr präzise Regeln auf, die dem nationalen Gesetzgeber bei der Umsetzung kaum Handlungsspielräume überlassen. Andere, wie die Richtlinie über Übernahmeangebote, geben eher „Rahmenbestimmungen“ vor, und stellen Kompromisslösungen dar. Jedoch zielt, unter anderen Zwecken, die Mehrheit dieser Texte, darauf ab, die Gesellschafter, und somit die Aktionäre, zu schützen.

Es gibt trotz dieses Ziels bisher keine gemeinschaftsrechtliche Definition des Begriffs

---

<sup>302</sup> Erste Richtlinie 68/151/EWG des Rates vom 9. März 1968 zur Koordinierung der Schutzbestimmung, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Art.s 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten.

<sup>303</sup> Zweite Richtlinie 77/91/EWG vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Art.s 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschaften sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten.

„Aktionär“. Die ursprüngliche Fassung des Vorschlages zur Aktionärsrechterichtlinie<sup>304</sup> beinhaltete eine solche Definition, die aber durch das Europäische Parlament aufgehoben wurde. Man muss somit auf die nationalen Begriffsbestimmungen zurückgreifen: Sowohl im deutschen als auch im französischen Recht kann man den Aktionär als den Gesellschafter einer Aktiengesellschaft definieren, d.h. als der Mitglied der Aktiengesellschaft, der aufgrund des Gesellschaftsvertrags Rechte (Verwaltungsrechte, Vermögensrechte) und Pflichten (Einlagepflicht, Treuepflicht) gegenüber der Gesellschaft hat. Der Aktionär ist Eigentümer einer oder mehrerer Aktie(n): Die Aktien stellen seine Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft dar<sup>305</sup>. Sie besteht aus einem Anteil am Grundkapital (§ 1 Abs. 2 AktG).

Trotz dieser Abwesenheit einer gemeinschaftsrechtlichen Definition des Aktionärs werden diese Rechte und Pflichten seit mehr als 40 Jahren in den europäischen Richtlinien behandelt. Wie wird der Aktionär durch das europäische Recht behandelt? Welche Mittel benutzt das Europäische Recht, um die Interessen der Aktionäre zu schützen? Wie wird die Rechtsstellung des Aktionärs im Rahmen der europäischen Harmonisierung durch den europäischen Gesetzgeber beeinflusst? Diese Fragen sind wichtig sowohl für die Interessen der Aktionäre, als auch für die Grundsätze der Niederlassungsfreiheit und des freien Kapitalverkehrs, da die Verwirklichung dieser Grundsätze von der Fähigkeit des Gemeinschaftsrechts abhängig ist, den (evtl. grenzüberschreitenden) Kapitalanlegern und Aktionären eine bestimmte Rechtssicherheit zu gewähren.

Systematisch kann man den Inhalt des Europäischen Gesellschaftsrechts auf der Ebene des Aktionärschutzes mittels zweier hauptsächlichen Themen einordnen: Zum einen, der Einfluss der europäischen gesellschaftsrechtlichen Regelungen auf den Erwerb der Aktionärstellung und die Ausübung der aus dieser Stellung entstehenden Rechte und Pflichten (Erster Teil) und, zum anderen, der Schutz der Aktionär bei spezifischen Geschäften (Kapitalmaßnahmen, Verschmelzungen, Spaltungen, Übernahmeangebote), deren Gegenstand die Aktiengesellschaft ist (Zweiter Teil).

---

<sup>304</sup> Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli über die Ausübung bestimmter Recht von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, *Amtsblatt Nr. L 184 vom 14/07/2007, S. 0017-0024*.

<sup>305</sup> *Eisenhardt*, Gesellschaftsrecht, n°522.

## Erster Teil :

### **Die europäischen Regelungen über den Erwerb der Aktionärsstellung und die Ausübung der aus dieser Stellung entstehenden Rechte und Pflichten.**

#### **Erster Abschnitt : Der Erwerb der Aktionärsstellung.**

*Sektion 1 – Die Rechte und Pflichten der Aktionäre im Rahmen der Gründung der Gesellschaft.*

§ 1- Die Pflichten der Aktionäre bei der Gründung der Gesellschaft.

A. Die Pflicht der Gründungsaktionäre zur Leistung der Einlagen.

Gemäß Art. 6 § 1 der Kapitalrichtlinie müssen die nationalen Rechtsnormen für jede Aktiengesellschaft ein Mindesteigenkapital von 25 000 Euros fordern. Aus der Formulierung der Art. 9 und 10 der Richtlinie ergibt sich, dass das Kapital durch Bar- oder Sacheinlagen eingebracht werden kann. Sacheinlagen können nach Art. 7 S. 1 nur Vermögensgegenstände mit feststellbarem wirtschaftlichem Wert sein. Einlagen durch Erbringung einer Dienstleistung sind ausgeschlossen (Art. 7 S. 2). Zum Zeitpunkt der Gründung der Gesellschaft oder deren Genehmigung müssen bei Bareinlagen 25 % des Nennbetrages der Aktien geleistet werden (Art. 9 Abs. 1), bei Sacheinlagen ist die vollständige Leistung innerhalb von fünf Jahren nach der Gründung zu erbringen (Art. 9 Abs. 2). Diese Verpflichtung obliegt den Gründungsaktionären. Sie dürfen nicht davon befreit werden (Art. 12). Um Missbräuche bei der Erbringung von Sacheinlagen zu vermeiden, muss außerdem gemäß Art. 10 ein gesonderter von einem oder mehreren Sachverständigen verfasster Bericht über diese Einlagen erstellt werden.

Eine besondere Frage ist diejenige der „verschleierte“ bzw. „verdeckte“ Sacheinlage. Es geht um diejenigen Fälle, in denen eine Sachgründung in das Gewand einer Bargründung gekleidet wird, indem formal eine Geldeinlage vorgesehen ist, diese aber so mit einem Verkehrsgeschäft verbunden ist, dass das wirtschaftliche Ergebnis das einer Sacheinlage ist. Dies stellt eine Umgehung der von der Richtlinie bei Sacheinlagen gestellten Erfordernisse dar. Seit den 1920er Jahren war die deutsche Rechtsprechung der Ansicht, dass der Aktionär die Geldeinlage nochmals zahlen muss und hinsichtlich des Gegenstandes nur den schwachen Bereicherungsanspruch hat<sup>306</sup>. In derselben Entscheidung hat der BGH entschieden, dass diese

---

<sup>306</sup> BGHZ 110, 47 (57 ff.) = NJW 1990, 982 (989 ff.), *IBM/Lemmerz* ; BGHZ 118, 83 (93 ff.) = NJW 1992, 2222.

Rechtsprechung nicht gegen die Kapitalrichtlinie verstößt. In der einschlägigen Literatur wurden darüber heftige Debatten geführt. Mit der Einführung des neuen § 27 Abs. 3 AktG durch das Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) sollte jedoch dieser Frage keine große Bedeutung mehr zukommen.

#### B. Die Zeichnung und der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft.

Der Frage, ob die Gesellschaft eigene Aktien zeichnen oder erwerben kann, und somit sozusagen ihr eigener Aktionär werden kann, kommt eine besondere Bedeutung hinsichtlich des Erfordernisses der Kapitalerhaltung zu. Gemäß Art. 18 Abs. 1 der Kapitalrichtlinie ist das Zeichnen eigener Aktien verboten. Etwas anderes gilt für den abgeleiteten Aktienerwerb. Dieser ist zwar grundsätzlich durch die Richtlinie verboten. Ausnahmen sind jedoch von den Art. 19 und 20<sup>307</sup> vorgesehen. Die Mitgliedstaaten sind jedoch nicht eingehalten, sie umzusetzen. Falls sie das tun, müssen sie jedoch die dort verankerten Bedingungen beachten.

Das Verbot des abgeleiteten Erwerbs eigener Aktien durch die Gesellschaft wurde im französischen Recht 1998 aufgehoben (Art. L. 225-107 bis L. 225-117 C. Com.). Gleiches gilt für das deutsche Recht: § 71 AktG sieht eine abschließende Liste von acht Fallkonstellationen vor, in denen der abgeleitete Erwerb ihrer eigenen Aktien durch die Gesellschaft erlaubt ist.

#### § 2 – Die finanzielle Unterstützung der Aktionäre durch die Gesellschaft beim Erwerb der Aktien.

Es geht hier um die Frage, ob die Gesellschaft potentiellen künftigen Aktionären helfen darf, die Aktien zu kaufen. Auch diese Frage ist bezüglich des Grundsatzes der Kapitalerhaltung von Bedeutung. In ihrer ursprünglichen Fassung sah die Kapitalrichtlinie ein vollständiges Verbot einer solchen finanziellen Unterstützung vor. Der Gesellschaft war es verboten „*im Hinblick auf den Erwerb ihrer Aktien durch einen Dritten weder Vorschüsse zu geben noch Darlehen zu gewähren, noch Sicherheiten zu leisten*“ (Art. 23). Dieses Verbot wurde im französischen Recht mit dem Art. L. 225-216 C. Com. und im deutschen Recht mit dem § 71a AktG umgesetzt. Er wurde durch die Richtlinie 2006/68/CE unter einer Reihe von Voraussetzungen gelockert, oder sogar aufgehoben. Jedoch steht es den Mitgliedsstaaten frei,

---

<sup>307</sup> Diese Bestimmungen wurden durch die Richtlinie 2006/68/EG verändert (Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, *Amtsblatt L. 264 vom 25.9.2006, S. 0032-0036.*

es vollständig zu behalten. Dies ist die Stellung sowohl des deutschen als auch des französischen Rechts gewesen und es wurde stark von einem Teil der Literatur kritisiert, die diese Lösung für „rigoristisch“ hält und der Meinung ist, dass die von der Richtlinie 2006/68/EG gestellten Voraussetzungen zum Schutz des Kapitals ausreichend sind.

*Sektion 2 – Der Schutz des potentiellen künftigen Aktionärs durch eine umfassende Information : Der Prospekt (Richtlinie 2003/71/EG).*

Das europäische Gesellschaftsrecht versucht, den potentiellen künftigen Aktionär durch die Verbesserung der Informationen, den Anlegern durch die Gesellschaften zur Verfügung gestellt werden, zu schützen. Zu diesem Zweck wurde die „Prospektrichtlinie“<sup>308</sup> erlassen. Diese dient der Harmonisierung der Bedingungen für die Erstellung, die Billigung und die Verbreitung der Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren bzw. bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt, der in einem Mitgliedsstaat gelegen ist oder dort funktioniert, zu veröffentlichen ist. Diese Richtlinie wurde sowohl in Frankreich als auch in Deutschland 2005 umgesetzt. Auf die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts (§ 1), den Inhalt des Prospekts (§ 2) sowie die Billigung und die Verbreitung des Prospekts (§ 3) muss eingegangen werden.

§ 1 – Die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts.

Die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts betrifft grundsätzlich jedes öffentliche Angebot von Wertpapieren (Art. 3 § 1). Dieses ist durch Art. 2 § 1 lit. d. der Richtlinie definiert. Bestimmte Ausnahme von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts sehen Art. 3 § 2 und 4 vor.

§ 2 – Der Inhalt des Prospekts

Der Inhalt des Prospekts wird durch Art. 5 der Richtlinie bestimmt. Der Prospekt muss sämtliche Angaben enthalten, die entsprechend den Merkmalen des Emittenten und der öffentlich angebotenen zugelassenen Wertpapieren erforderlich sind, damit die Anleger sich ein fundiertes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers sowie

---

<sup>308</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.

über die mit diesen Wertpapieren verbundenen Rechte bilden können. Diese Informationen sind in leicht zu analysierender und verständlicher Form darzulegen (Art. 5 § 1). Der Prospekt kann aus einem einzigen Dokument oder mehreren Einzeldokumenten bestehen (Art. 5 § 3). Dadurch wird der Schutz des Anlegers verstärkt, indem gewährleistet wird, dass ihm durch das Prospekt klare und vollständige Informationen zur Verfügung gestellt werden, was zu einer fundierten Anlageentscheidung unentbehrlich ist.

### § 3 – Die Billigung und die Verbreitung des Prospekts.

Gemäß Art. 13 § 1 der Prospekttrichtlinie darf ein Prospekt vor der Billigung durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates nicht veröffentlicht werden. Dazu muss die Behörde eine Vollständigkeits-, Kohärenz- und Verständlichkeitsprüfung vornehmen. Die zuständige Behörde ist diejenige des Mitgliedstaates, in dem sich der Sitz des Emittenten befindet (in Deutschland: die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin); in Frankreich: die „Autorité des Marchés Financiers“, AMF). Werden die Aktien auf den Märkten unterschiedlichen Mitgliedsstaaten vorgeschlagen, muss der von der zuständigen Behörde des Herkunftsstaates gebilligte Prospekt von den zuständigen Behörden des (der) Aufnahmemitgliedsstaat(en) anerkannt werden („Europäischer Pass“).

## **Zweiter Abschnitt: Der Einfluss des Rechts der Europäischen Union auf die wesentlichen Rechte der Aktionäre und ihrer Ausübung.**

Zu den „Grundrechten“ des Aktionärs gehören der Gleichbehandlungsgrundsatz (Sektion 1), das Informationsrecht (Sektion 2) und die Teilhabe am Leben der Gesellschaft, das durch die Teilnahme an der Hauptversammlung der Aktionäre verwirklicht wird (Sektion 3). Diese sämtlichen Rechte und ihre Ausübung wurden durch die gesellschaftsrechtlichen Richtlinien beeinflusst.

### *Sektion 1 – Der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre.*

Der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre wird von unterschiedlichen Richtlinien in ihrem jeweiligen Anwendungsbereich behauptet, so dass man von einer sektoriellen Behauptung dieses Grundsatzes sprechen kann (§ 1). In bestimmten Fällen stellt er jedoch kein Hindernis zur Ausgestaltung eines speziellen Schutzes des Aktionärs (§ 2).

§ 1 – Die sektorielle Behauptung des Grundsatzes der Gleichbehandlung aller Aktionäre.

Der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre wurde zunächst von Art. 42 der Kapitalrichtlinie behauptet. Danach müssen die Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten „für die Anwendung“ der Richtlinie die Gleichbehandlung der Aktionäre sicherstellen, die sich in denselben Verhältnissen befinden. Somit müssen die Aktionäre, die sich in der gleichen Lage befinden, bei Kapitalerhöhungen oder –herabsetzungen sowie bei Erteilung oder Ausschluss des Bezugsrechts gleichbehandelt werden. Ebenfalls bestimmt Art. 3, lit. a der Richtlinie betreffend Übernahmeangebote<sup>309</sup> als allgemeinen Grundsatz des Übernahmeangebots, dass alle Inhaber von Wertpapieren, die der gleichen Gattung angehören, gleich zu behandeln sind. Diesem Erfordernis kommt eine besondere Bedeutung zu im Rahmen des Pflichtangebots und der Festsetzung des den Aktionären angebotenen Preises.

Das Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre wird auch im Rahmen der Richtlinien über Informations- und Teilnahmerechte behauptet. Der Art. 17 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie<sup>310</sup> vom 15.12.2004 bestimmt, dass der Emittent von Aktien, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, gegenüber allen Aktionären, die sich in der gleichen Lage befinden, die gleiche Behandlung sicherstellen muss. Es sieht auch die Richtlinie 2007/36/EG vor, deren Ziel es ist, die Teilnahmerechte der Aktionäre grenzüberschreitend zwischen den Mitgliedstaaten zu stärken, sieht vor, dass allen Aktionären in „nicht diskriminierender Weise“ ein schneller Zugang zu den Informationen vor der Hauptversammlung gewährleistet werden soll. Diese Richtlinie hat eine bestimmte Form der Gleichbehandlung festgesetzt, nämlich die Gleichbehandlung zwischen Aktionären, die in dem Staat ansässig sind, in dem die Gesellschaft ihren Sitz hat und denjenigen, die in diesem Staat nicht ansässig sind.

Bei der Umsetzung des Art. 42 der Kapitalrichtlinie durch das Durchführungsgesetz vom 13.12.1978 hat der deutsche Gesetzgeber den Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre für den ganzen Anwendungsbereich des deutschen Aktiengesetzes behauptet (§ 53a AktG). In Frankreich beinhalten zahlreiche gesetzliche Bestimmungen diesen Grundsatz.

---

<sup>309</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Text von Bedeutung für den EWR), *Amtsblatt L 142 vom 30.04.2004, S. 0012-0023*.

<sup>310</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, *Amtsblatt L 390 vom 31.12.2004, S. 0038-0057*.

Obwohl er nicht allgemein für das ganze Gesellschaftsrecht gesetzlich behauptet wird, stellt er ein allgemeines Prinzip des französischen Gesellschaftsrechts dar.

#### § 2 – Die Ausnahme : Der spezifische Schutz der Minderheitsaktionäre.

Der Gleichbehandlungsgrundsatz stellt kein Hindernis zu einer spezifischen Behandlung der Minderheitsaktionäre dar. Unter dem Begriff „Minderheitsaktionär“ versteht man Einzelaktionäre oder gemeinsam handelnde Aktionärsgruppen, welche eine geringe Beteiligung am Aktienkapital einer Gesellschaft haben und denen aus diesem Grund nur wenig Macht (insbesondere bei der Hauptversammlung) zusteht. Folglich können die Mehrheitsaktionäre wichtige Entscheidungen auch ohne Zustimmung der Minderheitsaktionäre treffen.

Deshalb werden durch bestimmte Richtlinien Maßnahmen getroffen, um die Minderheitsaktionäre bei bestimmten Situationen zu schützen. Dies ist z.B. der Fall durch die Art. 4 § 2 und 10 § 3 der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen<sup>311</sup>, die zum einen die Mitgliedstaaten ermächtigen, Vorschriften zu erlassen, um den Schutz der Minderheitsgesellschafter, die die Verschmelzung abgelehnt haben, zu gewährleisten und zum anderen das deutsche Spruchverfahren berücksichtigt. Gleiches gilt für Art. 16 der Richtlinie über Übernahmeangebote, die ein Andienungsrecht zugunsten der Minderheitsaktionäre vorsieht.

#### *Sektion 2 – Das Informationsrecht der Aktionäre.*

Das Informationsrecht stellt ein wesentliches Recht der Aktionäre dar, denn diese können nur sinngemäß am Leben der Gesellschaft teilnehmen, wenn sie vorab durch eine Reihe von Informationen über die Lage der Gesellschaft informiert wurden. Diese Information kann regelmäßiger (§1) oder laufender Art (§ 2) sein. Sie kann auch zum Ziel haben, die Hauptversammlung der Aktionäre vorzubereiten (§ 3). In diesem Zusammenhang spielen zwei Richtlinien eine besondere Rolle: Die Transparenzrichtlinie und die Aktionärsrechtrichtlinie.

---

<sup>311</sup> Richtlinie 2005/56/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Oktober 2005 über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedsstaaten, *Amtsblatt Nr. L 310 vom 15.11.2005, S. 0001-0009.*

## § 1 – Die regelmäßige Information

Im Rahmen ihrer regelmäßigen Informationspflicht muss die Gesellschaft ihre Jahresfinanzberichte sowie ihre Halbjahresfinanzberichte den Aktionären zur Verfügung stellen (Art. 4 und 5 der Transparenzrichtlinie). Diese Berichte enthalten den geprüften (gegebenenfalls verkürzten) Abschluss, einen Lagebericht bzw. Zwischenlagebericht sowie Erklärungen der verantwortlichen Personen, nach denen die oben genannten Dokumente ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten sowie der Finanz- und der Ertragslage des Emittenten und der Gesamtheit der in die Konsolidierung einbezogenen Unternehmen vermittelt, und dass der Lagebericht den Geschäftsverlauf, das Geschäftsergebnis und die Lage der Gesamtheit der in die Konsolidierung einbezogenen Unternehmen so darstellt, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild entsteht, und dass er die wesentlichen Risiken und Ungewissheiten, denen sie ausgesetzt sind, beschreibt. Diese Dokumente müssen mindestens fünf Jahre lang öffentlich bleiben.

## § 2 - Die laufenden Informationen

Die laufenden Informationen betreffen hauptsächlich den Erwerb oder die Veräußerung bedeutender Beteiligungen. In diesem Zusammenhang bilden Art. 9 und 10 die wichtigsten Bestimmungen. Art. 9 § 1 der Transparenzrichtlinie bestimmt, dass die Mitgliedsstaaten sicherstellen müssen, dass ein Aktionär der Gesellschaft mitteilt, welchen Anteil an den Stimmrechten des Emittenten er hält, wenn er durch Erwerb oder Veräußerung von Aktien des Emittenten, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, und an die Stimmrechte geknüpft sind, bestimmte Schwellen erreicht, über- oder unterschreitet. Art. 10 sieht die gleiche Verpflichtung bezüglich des Erwerbs, der Veräußerung oder der Ausübung von Stimmrechte vor. Diese Bestimmung soll eine Umgehung des Art. 9 vermeiden, wenn eine natürliche oder juristische Person in der Lage wäre, einen Einfluss auf die Stimmrechte auszuüben.

## § 3 – Die Information zur Vorbereitung der Hauptversammlung der Aktionäre.

Die Richtlinie 2007/36/EG (Aktionärsrechterichtlinie) enthält Bestimmungen, die den Zugang der Aktionäre zu Informationen betreffen, damit diese bei der Hauptversammlung der Aktionäre in Kenntnis aller bedeutsamen Umstände abstimmen können. Dies setzt voraus,

dass den – auch im Ausland ansässigen – Aktionären vor der Hauptversammlung Zugang zu den relevanten Informationen gewährt wird. In dieser Hinsicht stellt Art. 5 der Richtlinie eine wesentliche Bestimmung dar. Demnach muss die Einberufung der Hauptversammlung spätestens 21 Tage vor dem Tag der Hauptversammlung erfolgen. Falls die Gesellschaft allen Aktionären die Möglichkeit einer Stimmabgabe auf elektronischem Wege eröffnet, können die Mitgliedsstaaten vorsehen, dass die Gesellschaft die Einberufung der Hauptversammlung, bei der es sich nicht um die Jahreshauptversammlung handelt, auf elektronischer Weise spätestens 14 Tage vor dem Tag der Versammlung vornimmt. Auf jeden Fall muss den Aktionären „in nicht diskriminierender Weise“ ein „schneller“ Zugang zur Einberufung gewährleistet werden. Diese Einberufung muss bestimmte zwingende Angaben enthalten: Ort und Zeitpunkt der Hauptversammlung, vorgeschlagene Tagesordnung, Beschreibung der Verfahren, die die Aktionäre einhalten müssen, um an der Hauptversammlung teilnehmen und ihr Stimmrecht ausüben zu können.

Die Aktionärsrechterichtlinie führt Neuerungen ein, indem sie verlangt, dass die Gesellschaft die Einberufung sowie andere zur Willensbildung der Aktionäre notwendigen Dokumente während eines ununterbrochenen Zeitraums, der spätestens 21 Tage vor der Hauptversammlung beginnt und mit dem Tag der Versammlung selbst endet, auf ihrer Webseite stellt. Art. 5 § 4 der Aktionärsrechterichtlinie normiert die Pflicht der Aktiengesellschaft zur Veröffentlichung von bestimmten Dokumenten während des Einberufungszeitraums vor der Hauptversammlung auf der Webseite der Gesellschaft. Diese Informationen sind die Angaben zur Gesamtzahl der Aktien und der Stimmrechte zum Zeitpunkt der Einberufung, zu den der Hauptversammlung vorzulegenden Unterlagen, Beschlussvorlagen und die Formulare für die Stimmabgabevertretung bzw. die postalische Stimmabgabe. Eine solch weitgehende Informationspflicht der Gesellschaft über das Internet gab es nach deutschem Recht bisher nicht. Die Vorgaben der Richtlinien wurden durch Schaffung eines § 124a AktG in das deutsche Recht eingeführt, der die Veröffentlichungen der Gesellschaft auf ihrer Webseite regelt.

### *Sektion 3 – Die Hauptversammlung der Aktionäre.*

Die Hauptversammlung der Aktionäre ist das Organ, in dem die verschiedenen Aktionärsinteressen zur verbandsrechtlichen Willensbildung zusammengeführt werden<sup>312</sup>. Sie

---

<sup>312</sup> Hueck/Windbichler, Gesellschaftsrecht, § 29 Nr. 1.

trifft alle wichtigen Entscheidungen für die Gesellschaft. In unterschiedlichen Richtlinien gewährt das Recht der Europäischen Union der Hauptversammlung der Aktionäre eine wesentliche Rolle (§ 1). Die Rolle der Hauptversammlung kann nur effektiv werden, wenn die Aktionäre tatsächlich in der Lage sind, ihr Teilnahmerecht auszuüben. Dies zu begünstigen ist Gegenstand der Richtlinie 2007/36/EG (§ 2).

§ 1 – Die durch das Recht der Europäischen Union der Hauptversammlung der Aktionäre eingeräumte Rolle.

Die Hauptversammlung der Aktionäre ist das oberste Organ der Gesellschaft. Sie trifft alle Entscheidungen, die über die tägliche Geschäftsführung der Aktiengesellschaft hinausgehen. Zu den Aufgaben der Hauptversammlung gehören die Wahl und die Abberufung der Aktionärsvertreter im Aufsichts- oder Verwaltungsrat, die Entscheidungen über die Verwendung des Bilanzgewinns, die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat, die Wahl des Abschlussprüfers sowie die Veränderung des Gesellschaftsvertrages. Oft ist aber die Beteiligung der Aktionäre schwach. In den letzten Jahren wurden jedoch Maßnahmen getroffen, um dieser Entwicklung entgegenzuwirken. Folgerichtig ist somit, dass das Europäische Gesellschaftsrecht der Hauptversammlung der Aktionäre, und somit den Aktionären selbst, eine wichtige Rolle verleiht. Dies gilt bei zahlreichen Maßnahmen, die die Gesellschaft betreffen: Verschmelzungen, Spaltungen und Kapitalmaßnahmen. Bei Kapitalmaßnahmen wird jede Verletzung der Zuständigkeit der Hauptversammlung durch das nationale Recht vom EuGH sanktioniert. Die Kapitalrichtlinie sieht auch vor, dass ein Beschluss der Hauptversammlung bei schwerem Verlust des gezeichneten Kapitals (Art. 17 der Kapitalrichtlinie) sowie bei geplantem Ausschluss des Bezugsrechts (Art. 30) stattfinden muss. Bei Übernahmeangeboten bestimmt das Verhinderungsverbot, dass die Ergreifung von Maßnahmen, die geeignet sind, das Angebot scheitern zu lassen, von der Hauptversammlung erlaubt werden soll (Art. 11 der Richtlinie betreffend Übernahmeangebote). Diese Bestimmung ist jedoch fakultativ (Art. 12) und wurde nicht in das deutsche WpÜG umgesetzt.

Die Rolle der Hauptversammlung kann nur effektiv sein, wenn die Aktionäre tatsächlich in der Lage sind, ihre Rechte auszuüben. Es ist Gegenstand der Aktionärsrechterichtlinie dies zu fördern.

§ 2 – Die Anerkennung des „grenzenlosen Aktionärs“ durch die Richtlinie 2007/36/EG über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften („Aktionärsrechterichtlinie“).

Die Aktionärsrechterichtlinie stellt eine Reihe von Regelungen auf, die die Ausübung der Teilnahmerechte des Aktionärs, die in der Hauptversammlung ausgeübt werden fördern sollen, unabhängig davon, ob der Aktionär in dem Staat ansässig ist, in dem die Aktiengesellschaft ihren Sitz hat. Die Richtlinie soll somit die grenzübergreifende Ausübung der Aktionärsrechte erleichtern. Unter den in der Richtlinie verankerten Rechten des Aktionärs steht das Recht auf Ergänzung der Tagesordnung und Einbringung von Beschlussvorlagen. Falls die Mitgliedstaaten eine Mindestbeteiligung zur Ausübung dieses Rechts verlangen, darf diese 5 % des Aktienkapitals nicht übersteigen (Art. 6). Sowohl im französischen als auch im deutschen Recht beträgt diese Mindestbeteiligung 5 % (Art. L. 225-105 C. Com ; § 122 al. 2 AktG). Gemäß Art. 9 der Richtlinie hat ferner jeder Aktionär das Recht, Fragen zu Punkten auf der Tagesordnung zu stellen. Die Gesellschaft ist verpflichtet, auf diese zu antworten.

Ferner zielt die Richtlinie darauf ab, alle Hindernisse zur Ausübung des Stimmrechts aufzuheben. Zunächst verbietet Art. 7, dass die Teilnahme an der Hauptversammlung von einer Hinterlegung der Aktien oder ihre Übertragung an einen Dritten abhängig gemacht wird. Von wesentlicher Bedeutung ist Art. 8, der alle Mitgliedstaaten dazu zwingt, „jede Form der Teilnahme an der Hauptversammlung auf elektronischem Wege“ anzubieten. Hierbei kann es sich um eine Echtzeit-Übertragung der Hauptversammlung handeln, eine Echtzeit-Zweiwege-Verbindung, die dem Aktionär die Möglichkeit gibt, sich von einem entfernten Ort aus an die Hauptversammlung zu wenden, oder um ein System, das die Ausübung des Stimmrechts vor oder während der Hauptversammlung ermöglicht, ohne dass ein bei der Hauptversammlung körperlich anwesender Stimmrechtsvertreter ernannt werden muss. Dies war für das französische Recht keine Neuerung, aber ein solches System existierte bis dahin in deutschem Recht nicht. § 118 Abs. 2 und 3 AktG wurde durch das ARUG eingeführt. Diese Bestimmung überlässt der Satzung oder dem Vorstand die Möglichkeit, die Modalitäten der elektronischen Stimmrechtsabgabe festzulegen, falls sie dies wünschen.

Schließlich wird in Art. 10 klargestellt, dass der Aktionär statt seiner auch einen von ihm ausgewählten Stimmrechtsvertreter in die Hauptversammlung schicken kann, damit dieser seine Stimmrechte und auch die übrigen Aktionärsrechte ausübt. An den Stimmrechtsvertreter werden keine Anforderungen außer denjenigen der Rechts- und

Geschäftsfähigkeit gestellt. Beschränkungen durch nationales Recht sind jedoch im Falle eines Interessenkonflikts möglich. Der Stimmrechtsvertreter kann auf elektronischem Weg gewählt und abberufen werden. Gemäß Art. 11 müssen zudem die Mitgliedstaaten den Gesellschaften gestatten, ihren Aktionären die Möglichkeit einzuräumen, per Brief vor der Hauptversammlung abzustimmen (Briefwahl). Diese Bestimmungen sind im französischen Recht in den Art. L. 225-106 und L. 225-107 C. Com. und im deutschen Recht in § 118 Abs. 1 AktG umgesetzt worden.

## **Zweiter Teil :**

### **Der Schutz der Aktionäre durch das Recht der Europäischen Union bei spezifischen Geschäften.**

In diesem zweiten Teil wird im ersten Abschnitt auf den Schutz der Aktionäre bei Kapitalmaßnahmen, im zweiten Abschnitt auf diesen Schutz bei Umwandlungen und im dritten Abschnitt bei Übernahmeangeboten eingegangen. Diese sämtlichen Operationen stellen nämlich Vorgänge vor, die die Rechte des Aktionärs gefährden können und vor welchen er geschützt werden muss.

#### **Erster Abschnitt – Der Schutz der Aktionäre bei Kapitalmaßnahmen.**

Im Rahmen von Kapitalmaßnahmen kommt der Hauptversammlung der Aktionäre eine erhebliche Rolle zu (Sektion 1). Um die Aktionäre bei den Kapitalerhöhungen zu schützen sieht nunmehr die Kapitalrichtlinie ein Bezugsrecht zugunsten der „alten“ Aktionären vor (Sektion 2).

##### *Sektion 1 – Die Rolle der Hauptversammlung der Aktionäre bei Kapitalmaßnahmen.*

Zum einen besitzt die Hauptversammlung der Aktionäre die grundsätzliche Zuständigkeit, um eine Kapitalerhöhung oder –herabsetzung zu beschließen (§ 1). Zum anderen muss sie bei schweren Verlusten des gezeichneten Kapitals einberufen werden (§ 2).

§ 1 – Die grundsätzliche Zuständigkeit der Hauptversammlung der Aktionäre bei Kapitalmaßnahmen.

Wenn Art. 25 Abs. 1 der Kapitalrichtlinie die Zuständigkeit der Hauptversammlung der Aktionäre zwingend vorgibt, so zielt er auf den Schutz der Aktionäre ab. Die Aktionäre haben selbst über Kapitalerhöhungen oder –herabsetzungen zu entscheiden, denn diese Maßnahmen können ihre Rechte antasten. Eine Kapitalerhöhung kann nämlich zu einer Minderung des Einflusses des Aktionärs in der Gesellschaft führen, wenn neue Aktionäre anlässlich der Kapitalerhöhung die Gesellschaft betreten, oder wenn „alte“ Aktionäre mehr Aktien erwerben (sog. Verwässerungseffekt). Zur Kapitalerhöhung oder –herabsetzung ist somit eine Mehrheit von nicht weniger als zwei Dritteln der vertretenen Wertpapiere oder des vertretenen gezeichneten Kapitals erforderlich (Art. 40 Abs. 1). In einer Reihe von Entscheidungen hat

der EuGH das Prinzip der Zuständigkeit der Hauptversammlung gegen Vorschriften des griechischen Rechts, die eine staatlich verordnete Zwangsverwaltung und Sanierung von Gesellschaften durch eine staatlich kontrollierte Aktiengesellschaft vorschreiben, verteidigt. In diesem Zusammenhang sind die „Karella“-<sup>313</sup> und „Pafitis“-<sup>314</sup>-Entscheidungen besonders hervorzuheben.

In bestimmten Situationen kann es aber für die Gesellschaft vorteilhafter sein, eine Kapitalerhöhung ohne Einberufung der Hauptversammlung vornehmen zu können: Art. 25 Abs. 2 macht daher eine Ausnahme von dem Grundsatz der Zuständigkeit der Hauptversammlung. Im Rahmen des genehmigten Kapitals kann nämlich die Satzung oder die Hauptversammlung den Vorstand für einen Zeitraum von höchstens fünf Jahren ermächtigen, das Kapital bis zu einem Höchstbetrag zu erhöhen.

§ 2 – Die Rolle der Hauptversammlung der Aktionäre bei schweren Verlusten des gezeichneten Kapitals.

Die in Art. 17 geregelte Pflicht zur Einberufung der Hauptversammlung zielt auf den Schutz der Gläubiger und der Aktionäre ab. Bei schweren Verlusten des gezeichneten Kapitals soll den Aktionären die Gelegenheit gegeben werden, über die Zukunft der Gesellschaft zu entscheiden, wie etwa die Durchführung von Kapitalmaßnahmen, die Abberufung von Organwalter oder sogar die Auflösung der Gesellschaft zu beschließen. Jedoch sind die Aktionäre nicht zum Tätigwerden verpflichtet. Art. 17 der Kapitalrichtlinie überlässt es den Mitgliedstaaten, die Frist zu bestimmen, innerhalb derer die Hauptversammlung einzuberufen ist. Dabei müssen sie Art. 17 Abs. 2 beachten, wonach der relevante Verlust nicht auf mehr als die Hälfte des gezeichneten Kapitals festgesetzt werden darf. Im deutschen Recht muss der Vorstand die Hauptversammlung „unverzüglich“ einberufen, wenn bei Aufstellung der Jahresbilanz oder einer Zwischenbilanz oder bei pflichtgemäßem Ermessen anzunehmen ist, dass ein Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals vorliegt. Unter „Unverzüglich“ versteht man „ohne schuldhaftes Verschulden“ i.S.d. § 121 Abs. 1 BGB.

---

<sup>313</sup> EuGH, Urt. v. 30.5.1991, Rs. C-19/90 und C-20/90, Slg. 1991, I-2691, 2717 ff.

<sup>314</sup> EuGH, Urt. v. 12.3.1996, Rs. C-441/93, Slg. I-1347, 1371 ff.

## *Sektion 2 – Das Bezugsrecht der Aktionäre.*

Bei Kapitalerhöhungen stellt das Bezugsrecht ein wesentliches Recht des Aktionärs dar (§ 1). In bestimmten Fällen kann er jedoch unter gewissen Voraussetzungen ausgeschlossen werden (§ 2).

### § 1 – Das Bezugsrecht der Aktionäre.

Das Bezugsrecht ist das Recht jedes Aktionärs auf Zuteilung eines entsprechenden Anteils neuer Aktien bei einer Kapitalerhöhung. Der Gewährung des Bezugsrechts liegt zugrunde, dass das Beteiligungsverhältnis (und somit alle andere Rechte des Aktionärs) ohne Zustimmung des Aktionärs nicht verändert werden soll. Art. 29 Abs. 1 der Kapitalrichtlinie sieht bei Barkapitalerhöhungen ein Bezugsrecht der Aktionäre im Verhältnis ihrer bisherigen Beteiligung vor, jedoch nicht bei Sachkapitalerhöhungen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass viele Mitgliedstaaten ein Bezugsrecht in diesen Fällen nicht vorsehen. Im Gegensatz zur Richtlinie unterscheidet das deutsche Aktienrecht nicht zwischen Bar- und Sachkapitalerhöhungen (§ 186 AktG). In beiden Fällen ist ein Bezugsrecht vorgesehen. Nach EuGH verstößt dies nicht gegen Art. 29 der Kapitalrichtlinie<sup>315</sup>. Das französische *Code de commerce* schreibt hingegen das Bezugsrecht nur im Falle einer Barkapitalerhöhung vor (art. L. 225-132 Abs. 2 C. Com.).

### § 2 – Der Ausschluss des Bezugsrechts.

Das Bezugsrecht kann durch Beschluss der Hauptversammlung ausgeschlossen werden (Art. 29 Abs. 4 S. 2). Dies stellt eine Beeinträchtigung der Rechten der Aktionäre dar. Wird von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht, hat das Verwaltungs- oder Leitungsorgan der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht über die Gründe des Ausschlusses des Bezugsrechts vorzulegen. Zudem erlaubt Art. 29 Abs. 5 den Mitgliedstaaten, Vorschriften einzuführen, nach denen die Hauptversammlung das im Rahmen des genehmigten Kapitals zuständige Organ zur Entscheidung über den Bezugsrechtsausschluss ermächtigen kann. Zwar sieht das deutsche Recht nicht ausdrücklich vor, dass der Ausschluss des Bezugsrechts materiellen Voraussetzungen genügen muss. Seit dem „Kali und Salz“-Urteil unterwerfen die deutschen Gerichte den Bezugsrechtsausschluss einer am Gesellschaftsinteresse orientierten Inhaltskontrolle. Danach ist ein Bezugsrechtsausschluss zulässig, wenn er im Interesse der

---

<sup>315</sup> EuGH, Urt. v. 19.11.1986, Rs. C-42/95, Slg. 1996, I-6028, 6035 ff, Tz. 19 ff. – *Siemens/Nold*.

Gesellschaft liegt und bei einer Abwägung von Mittel und Zweck verhältnismäßig ist<sup>316</sup>. Dies ist z.B. der Fall, wenn der Bezugsrechtsausschluss die Vermeidung von Spitzenbeträgen, die Ausgabe von Belegschaftsaktien, die Sanierung der Gesellschaft oder ihre Börseneinführung ermöglichen soll. Im Schrifttum hat eine heftige Debatte über die Richtlinienkonformität dieser Rechtssprechung stattgefunden. Art. 29 Abs. 4 der Kapitalrichtlinie sieht nämlich keine materielle Voraussetzung zum Ausschluss des Bezugsrechts vor. Entscheidend ist, ob die Richtlinie die von ihr enthaltenen Kriterien abschließend vorgibt oder ob für die Mitgliedstaaten ein Spielraum verbleibt. Entscheidend sollte sein, dass im zweiten Abwägungsgrund der Richtlinie die Frage von einem „Mindestmaß an Gleichwertigkeit“ beim Schutz der Aktionäre ist. Danach steht die Rechtssprechung des BGH in Einklang mit der Richtlinie. Dies wurde vom EuGH in dem *Siemens/Nold*-Urteil bestätigt.

### *Sektion 3 – Die Kapitalherabsetzung durch Zwangseinziehung von Aktien.*

Art. 36 der Kapitalrichtlinie sieht bestimmte Voraussetzungen zur Kapitalherabsetzung durch Zwangseinziehung von Aktien vor (§ 1). Eine solche Art der Kapitalherabsetzung kennen sowohl das französische als auch das deutsche Recht (§ 2).

#### *§ 1 : Die Voraussetzungen des Art. 36 der Kapitalrichtlinie.*

Falls die Mitgliedstaaten die Kapitalherabsetzung durch Zwangseinziehung von Aktien gestatten, müssen sie bestimmte Voraussetzungen einhalten. Die wichtigsten aus der Sicht der Aktionäre sind die folgenden: Zunächst muss die Zwangseinziehung vor der Zeichnung der einzuziehenden Aktien durch die Satzung oder den Errichtungsakt vorgeschrieben oder zugelassen sein. Falls sie nur zugelassen ist, wird sie von der Hauptversammlung beschlossen, es sei denn, dass die betroffenen Aktionäre sie einstimmig genehmigt haben. Dann muss das Gesellschaftsorgan, das über die Zwangseinziehung beschließt, die Bedingungen dieser Maßnahme festlegen, sofern dies nicht bereits in der Satzung oder im Errichtungsakt geschehen ist.

---

<sup>316</sup> BGHZ 71, 40, 46 (Kali und Salz) ; BGHZ 83, 819, 321 ff. ; BGHZ 125, 239, 241 ; BGHZ 136, 133.

*§ 2 : Die Kapitalherabsetzung durch Zwangseinziehung von Aktien im deutschen und französischen Recht.*

Einige Fälle der Zwangseinziehung von Aktien existieren im französischen Recht. Eine Kapitalherabsetzung durch Zwangseinziehung von Aktien als solche wird von Art. L. 228-12 C. Com. vorgesehen. Das Gesetz gibt keine Angabe zum Zeitpunkt der Zulassung der Zwangseinziehung: Diese sollte jedoch zwingend vor der Zeichnung der Aktien geschehen. Im deutschen Recht sieht § 237 AktG die Möglichkeit einer solchen Zwangseinziehung. Diese ist nur zulässig, wenn sie in der ursprünglichen Satzung oder durch eine Satzungsänderung, die vor der Übernahme oder Zeichnung der in Betracht kommenden Aktien beschlossen wurde, vorgesehen ist. Der Aktionär muss also seine Aktie schon belastet mit der Einziehungsmöglichkeit erworben haben. Eine nachträgliche Satzungsänderung genügt nur dann, wenn alle betroffenen Aktionäre zustimmen.

**Zweiter Abschnitt – Der Schutz der Aktionäre bei Verschmelzungen und Spaltungen.**

Unentbehrlich ist ein Schutz der Aktionäre sowohl bei innerstaatlichen Verschmelzungen und Spaltungen (§ 1), als auch bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen von Gesellschaften innerhalb der EU (§ 2).

*Sektion 1 – Der Schutz der Aktionäre bei innerstaatlichen Verschmelzungen und Spaltungen.*

Der Schutz der Aktionäre gegen die Gefahren der Umwandlungen (und insbesondere die Verwässerungsgefahr) wird bei innerstaatlichen Verschmelzungen und Spaltungen von den Verschmelzungs- und Spaltungsrichtlinien<sup>317</sup> zum einen durch Informations- und Mitwirkungsrechte (§ 1), zum anderen durch die Haftung von bestimmten Organen (§ 2) gewährleistet.

**§ 1 – Informations- und Mitwirkungsrechte der Aktionäre.**

Die Verschmelzungs- und Spaltungsrichtlinien legen einen besonderen Wert darauf, dass die Aktionäre genügende Informationen über das Verschmelzungs- oder Spaltungsvorhaben

---

<sup>317</sup> Dritte Richtlinie 78/855/EWG des Rates vom 9. Oktober 1978 gemäß Art. 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages betreffend die Verschmelzung von Aktiengesellschaften, *Amtsblatt L 295 vom 20.10.1978, S. 0036-0043* und Sechste Richtlinie 82/891/EWG des Rates vom 17. Dezember 1982 gemäß Art. 54 Absatz 4 Buchstabe g) des Vertrages betreffend die Spaltung von Aktiengesellschaften, *Amtsblatt L 378 vom 31.12.1982, S. 0047-0054*.

erhalten. Die Informationsbeschaffung ist Aufgabe der Verwaltungs- und Leitungsorgane der beteiligten Gesellschaften sowie eines unabhängigen Sachverständigen. Zunächst müssen die Verwaltungs- und Leitungsorgane der sich verschmelzenden (oder spaltenden) Gesellschaften einen schriftlichen Verschmelzungs- oder Spaltungsplan erstellen. Dieser muss eine Reihe von Informationen enthalten, unter denen das Umtauschverhältnis der Aktien aus Sicht der Aktionäre die wichtigste Information darstellt (Art. 5 der Dritten Richtlinie; Art. 7 der Sechsten Richtlinie). Dieser Plan ist offen zu legen. Eine Veröffentlichung über die Webseite der beteiligten Gesellschaften ist gemäß der Richtlinie 2009/109/EG<sup>318</sup> möglich. Weiterhin sind die Verwaltungs- oder Leitungsorgane verpflichtet, einen Verschmelzungs- oder Spaltungsbericht zu erstellen, „in dem der Verschmelzungsplan und insbesondere das Umtauschverhältnis der Aktien rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden“ (Art. 9 der Dritten Richtlinie; Art. 7 der Sechsten Richtlinie). Nach Art. 10 der Dritten Richtlinie und 8 der Sechsten Richtlinie muss zudem der Plan von mindestens einem unabhängigen Sachverständigen geprüft werden. Dieser hat einen schriftlichen Bericht für die Aktionäre zu erstellen. Er muss unter anderem erklären, ob das Umtauschverhältnis ihrer Ansicht nach angemessen ist. Jedoch kann seit der Richtlinie 2007/63/EG<sup>319</sup> von den Berichten des Leitungsorgans und des Sachverständigen abgesehen werden, weil „alle Aktionäre und Inhaber anderer mit einem Stimmrecht verbundener Wertpapiere aller an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften darauf verzichtet haben“. Art. 11 der Dritten Richtlinie und 9 der Sechsten Richtlinie gewährt jedem Aktionär der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften ein umfassendes Informationsrecht über sämtliche oben genannten Dokumente.

Das oben beschriebene Informationsrecht der Aktionäre soll ihnen ermöglichen, bei der Hauptversammlung, die über den Verschmelzungsplan abzustimmen hat, eine fundierte Entscheidung zu treffen. Die Verschmelzung oder die Spaltung bedarf laut Art. 7 der Dritten Richtlinie und Art. 5 der Sechsten Richtlinie zumindest der Zustimmung der Hauptversammlung jeder der sich verschmelzenden Gesellschaften. Dieser Beschluss bedarf

---

<sup>318</sup> Richtlinie 2009/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 zur Änderung der Richtlinien 77/91/EWG, 78/855/EWG und 82/891 EWG des Rates sowie der Richtlinie 2005/56/EG hinsichtlich des Berichts- und Dokumentationspflicht bei Verschmelzungen und Spaltungen, *Amtsblatt L 259 vom 2. 10. 2009, S. 0014-0021*.

<sup>319</sup> Richtlinie 2007/63/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. November 2007 zur Änderung der Richtlinien 78/855/EWG und 82/891/EWG des Rates hinsichtlich des Erfordernisses der Erstellung eines Berichts durch einen unabhängigen Sachverständigen anlässlich der Verschmelzung oder der Spaltung von Aktiengesellschaften, *Amtsblatt L 300 vom 17.11.2007, S. 0047-0048*.

einer Mehrheit von nicht weniger als zwei Dritteln der Stimmen der vertretenen Wertpapiere oder des vertretenen gezeichneten Kapitals.

§ 2 – Die Haftung der Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder sowie des Sachverständigen gegenüber den Aktionären.

Der Schutz der Aktionäre wird weiterhin durch die Haftung der Organwalter und der Berichtsprüfer konkretisiert. Die Verschmelzungs- und Spaltungsrichtlinien verlangen, dass die Mitgliedstaaten die zivilrechtliche Haftung der Mitglieder des Verwaltungs- oder Leitungsorgan sowie des Sachverständigen gegenüber den Aktionären für schuldhaftes Verhalten bei der Erfüllung ihrer Aufgaben regeln. Diese Haftung wurde vorwiegend für die Fälle vorgesehen, in denen die Rechte der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft durch das Umtauschverhältnis beeinträchtigt werden.

*Sektion 2 – Der Schutz der Aktionäre bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen.*

§ 1 – Allgemeines über die Richtlinie 2005/56/EG über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedsstaaten.

Die Richtlinie über die grenzüberschreitende Verschmelzung will die Mobilität der EU-Gesellschaften fördern und verwirklicht ein zentrales Anliegen des Europäischen Gesellschaftsrechts indem sie Verschmelzungen zwischen Gesellschaften ermöglicht, die dem Recht von unterschiedlichen Mitgliedstaaten unterliegen. Da die Richtlinie nicht alle Einzelheiten des Verschmelzungsvorganges regelt, finden neben ihr weiterhin die harmonisierten nationalen Bestimmungen über innerstaatliche Verschmelzungen Anwendung, sofern diese mit der Richtlinie vereinbar sind. Die Aktionäre sind bei grenzüberschreitenden wie bei innerstaatlichen Verschmelzungen schutzwürdig.

§ 2 – Der Schutz der Aktionäre.

A. Die Information der Aktionäre und die Abstimmung des Verschmelzungsplans durch die Hauptversammlung.

Wie bei innerstaatlichen Verschmelzungen spielt das Informationsrecht des Aktionärs eine erhebliche Rolle. Dies bringt mit sich, dass ein gemeinsamer Verschmelzungsplan (Art.

5) sowie ein Verschmelzungsbericht (Art. 7) erstellt werden müssen. Unter anderem enthält der gemeinsame Verschmelzungsplan das vereinbarte Umtauschverhältnis der Aktien. Dann muss eine Verschmelzungsprüfung durch einen Sachverständigen erfolgen. Diese hat denselben Inhalt wie bei einer innerstaatlichen Verschmelzung. Über das Ergebnis der Prüfung hat der Sachverständige schriftlich zu berichten. Verschmelzungsplan, -bericht und Ergebnis der Verschmelzungsprüfung müssen den Aktionären zur Verfügung gestellt werden (Art. 8). Seit der Richtlinie 2009/109/EG haben die beteiligten Gesellschaften die Möglichkeit, diese Dokumente auf ihren Webseiten zu veröffentlichen.

#### B. Die Berücksichtigung des deutschen Spruchverfahrens durch das Recht der UE (Art. 10 Abs. 3 der Richtlinie).

Die deutschen und österreichischen Gesellschaftsrechte sehen ein Verfahren zur Kontrolle und Änderung des Umtauschverhältnisses der Aktien vor. Dieses Verfahren ist dem Recht der 25 anderen Mitgliedstaaten der EU unbekannt. Sein Gegenstand ist die gerichtliche Überprüfung des vereinbarten Umtauschverhältnisses. Bei den innerdeutschen Verschmelzungen kann sie durch Aktionäre der übertragenden Gesellschaft eingeleitet werden. Wird dem Antrag stattgegeben, dann ist dem Aktionär einen Ausgleich durch bare Zuzahlung zu leisten (§ 15 UmwG). Obwohl das europäische Gesellschaftsrecht stark auf die Richtigkeitsgewähr der Verhandlungen zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses abstellt und aus diesem Grund gegenüber einer unmittelbar auf die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses gerichteten gerichtlichen Kontrolle zurückhaltend ist, wurde das im deutschen Recht zum Schutz der Minderheitsaktionäre wesentliche Spruchverfahren von dem europäischen Gesetzgeber in dem Art. 10 Abs. 3 S. 1 der Richtlinie berücksichtigt. Darin sind die Anwendungsvoraussetzungen des Spruchverfahrens den Besonderheiten der grenzüberschreitenden Verschmelzung angepasst: Sofern die Rechtsordnung der nichtdeutschen (oder nichtösterreichischen), an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaft kein Verfahren zur Kontrolle und Änderung des Umtauschverhältnisses kennt, kann dieses Verfahren nur unter der Voraussetzung geführt werden, dass die Aktionäre aller ausländischen beteiligten Gesellschaften seine Durchführung ausdrücklich akzeptieren. Diese Zustimmung muss im Verschmelzungsbeschluss erfolgen. Sie bedarf einer zwei Drittel-Mehrheit. Diese Bestimmung wurde in § 122h Abs. 1 UmwG und Art. L. 236-28 C. Com. umgesetzt. Aus den obigen Ausführungen folgt, dass der Schutz der Anteilsinhaber einer deutschen Gesellschaft

bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung schwächer als bei einer innerdeutschen Verschmelzung sein wird, da bei dieser letzteren die Durchführung des Verfahrens nicht von einer etwaigen Zustimmung der Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft abhängig ist. In der einschlägigen Literatur wurden zahlreiche Zweifel bezüglich der Zustimmungsbereitschaft der Aktionäre der nichtdeutschen übernehmenden Gesellschaft geäußert. Der einzige (aber gewichtige) Anlass zur Erteilung dieser Zustimmung besteht in der Verhinderung einer auf die Unangemessenheit des Umtauschverhältnisses gestützten Anfechtungsklage (§ 14 UmwG) und deren Sperrwirkung, die geeignet sind, den Ablauf der grenzüberschreitenden Verschmelzung erheblich zu verzögern oder diese gar scheitern zu lassen.

### C. Das vom deutschen Recht vorgesehene Austrittsrecht.

Gemäß Art. 4 Abs. 2 S. 2 der Richtlinie werden die Mitgliedsstaaten, deren Recht die an einer grenzüberschreitenden Verschmelzung beteiligten Gesellschaften unterliegt, ermächtigt, Vorschriften zu erlassen, *„um einen angemessenen Schutz der Minderheitsgesellschafter, die die grenzüberschreitende Verschmelzung abgelehnt haben, zu gewährleisten“*. Auf der Grundlage dieser Vorschrift hat der deutsche Gesetzgeber § 122i Abs. 1 UmwG erlassen, der dem § 27 UmwG entspricht. Diese Regelung gewährt jedem Anteilshaber einer deutschen übertragenden Gesellschaft, der gegen den Verschmelzungsbeschluss dieser Gesellschaft Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat, ein Austrittsrecht gegen eine angemessene Barabfindung. § 122i Abs. 2 besagt, dass eine Überprüfung dieser Abfindung im Wege des Spruchverfahrens möglich ist. Im Gegensatz zum deutschen Gesetzgeber hat das französische Aktienrecht von der Ermächtigung des Art.s 4 Abs. 2 S. 2 der Richtlinie keinen Gebrauch gemacht.

### **Dritter Abschnitt – Der Schutz der Aktionäre bei Übernahmeangeboten.**

Die Richtlinie 2004/25/EG vom 21.04.2004 betreffend Übernahmeangebote, die wie die Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen eine „Rahmenrichtlinie“ ist, enthält unterschiedliche Bestimmungen, die dem Schutz der Aktionäre im Rahmen eines Übernahmeangebots dienen. Zunächst tragen der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre und das Informationsrecht der Aktionäre dazu bei (§ 1). Dieser Schutz wird auch durch das Pflichtangebot, das Verhinderungsverbot, die Durchbrechungsregel und das

Andienungsrecht der Aktionäre gewährleistet. Jedoch besteht unter bestimmten Voraussetzungen eine Möglichkeit des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre (§ 2).

*Sektion 1 – Der Gleichbehandlungsgrundsatz und das Informationsrecht der Aktionäre.*

§ 1 – Der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre.

Zu den wesentlichen Grundsätzen der Übernahmeangebote zählt vor allem der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre (Art. 3 Abs. 1 lit. a.). Dieser bedeutet, dass alle Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft, die der gleichen Gattung angehören, gleichbehandelt werden müssen, falls es zu einem Übernahmeangebot kommt. Dieser Grundsatz findet insbesondere Anwendung bezüglich des angebotenen Preises: Häufig ist ein Preis zu zahlen, der über dem Börsenkurs liegt. Sämtliche Aktionäre sollen an diesem „Mehrwert“ beteiligt werden. Jedoch gilt dieser Grundsatz nur innerhalb der jeweiligen Aktionärgattung. Der Gleichbehandlungsgrundsatz findet auch Anwendung im Rahmen des Pflichtangebots. Gemäß Art. 5 Abs. 1 der Richtlinie muss dieses Angebot nämlich „*allen Wertpapierinhabern für alle ihre Wertpapiere*“ unterbreitet werden.

§ 2 – Das Informationsrecht der Aktionäre.

Gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. b. der Richtlinie müssen die Aktionäre der Zielgesellschaft „*über genügend Zeit und ausreichende Informationen verfügen, um in voller Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können.*“ Dazu muss der Bieter gemäß Art. 6 bis 8 eine Angebotsunterlage erstellen, die bestimmten Mindestangaben enthalten muss und bekanntzumachen ist. Unter diesen Angaben zählen die Konditionen des Angebots und die angebotene Gegenleistung. Der Angebotsunterlage ist von der nationalen Aufsichtsstelle zuzustimmen. Zudem muss die Annahmefrist nicht weniger als zwei Wochen und nicht mehr als zehn Wochen betragen. Gemäß Art. 10 obliegen Informationspflichten auch dem Bieter.

*Sektion 2 – Der Schutz der Minderheitsaktionäre.*

§ 1 – Das Pflichtangebot.

Verfügt ein Aktionär über eine die Kontrolle über die Gesellschaft begründende Beteiligung, besteht die Gefahr, dass es zur nachteiligen Einflussnahme auf die Gesellschaft und damit zu einer Schädigung der Minderheitsaktionäre kommt. Folglich haben die Mitgliedsstaaten gemäß Art. 5 Abs. 1 sicherzustellen, dass der Aktionär, der eine solche

Beteiligung erworben hat, zur Abgabe eines Vollangebots verpflichtet wird. Vorausgesetzt ist ein Erwerbstatbestand. Eine Koordinierung der Ausübung von Stimmrechten reicht nicht. Die Kontrollschwelle, bei deren Vorliegen das Pflichtangebot einzuführen ist, wird von der Richtlinie nicht konkretisiert. In Deutschland beträgt sie 30 % (§ 29, Abs. 2 WpÜG) und in Frankreich ein Drittel der Stimmrechte (Art. 234-2 al. 1 RGAMF). Es muss sich bei dem Pflichtangebot um ein Vollangebot handeln. Dies bedeutet, dass das Angebot allen Aktionären für alle ihre Aktien zu unterbreiten ist (Art. 5 Abs. 1 der Richtlinie). Der angebotene Preis muss „angemessen“ sein. Dazu enthält Art. 5 Abs. 4 gewisse Vorgaben.

## § 2 – Die fakultativen Regelungen über die Abwehrmaßnahmen.

Diese Regelungen betreffen die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen: Sie sind zum einen das Verhinderungsverbot (A.) und zum anderen die Durchbrechungsregel (B.). Diese Regeln bezwecken, die Hindernisse auf die Veräußerung der Aktien an den Bieter durch die Aktionäre aufzuheben. Sie sind aber sowohl für die Mitgliedstaaten als auch für die Gesellschaften fakultativer Natur (C.).

### A. Das Verhinderungsverbot.

Art. 9 der Richtlinie verbietet es dem Leitungsorgan der Zielgesellschaft, unselbständig Abwehrmaßnahmen zu ergreifen. Diese *neutrality rule* besagt, dass das Leitungsorgan eine Ermächtigung der Hauptversammlung der Aktionäre einholen muss, bevor es Maßnahmen ergreift, die das Angebot vereiteln könnten, insbesondere die Ausgabe neuer Aktien. Dies gilt nicht für die Suche nach konkurrierenden Angeboten.

### B. Die Durchbrechungsregel.

Art. 11 verpflichtet die Mitgliedstaaten, dafür zu sorgen, dass bestimmte Satzungsvorschriften gegenüber dem Bieter während der Annahmefrist bzw. in der Hauptversammlung, die über Abwehrmaßnahmen entscheidet, keine Geltung haben. Es handelt sich dabei um diejenigen Vorschriften, die die Übertragbarkeit von Wertpapieren der Zielgesellschaft sowie die Ausübung von Stimmrechten beschränken sowie entsprechende Vereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft und ihren Aktionären oder zwischen den Aktionären. Wie Art. 9 hat diese Bestimmung zum Zweck, die Freiheit des Aktionärs zu

gewährleisten, seine Aktien an den Bieter zu veräußern und somit die Gesellschaft zu verlassen. Wie das Verhinderungsverbot ist die Durchbrechungsregel fakultativer Natur. Dies sieht Art. 12 der Richtlinie vor.

#### C. Die fakultative Natur der Art. 9 und 11 der Richtlinie 2004/35/EG und die Reziprozitätsregel.

Da die strikte Geltung des Verhinderungsverbots und der Durchbrechungsregel die Verabschiedung der Richtlinie hätte scheitern lassen, erlaubt es Art. 12 den Mitgliedsstaaten, ihren Gesellschaften nicht vorzuschreiben, Art. 9 Abs. 2 und 3 und/oder Art. 11 anzuwenden. Nach Art. 12 Abs. 1 Unterabs. 1 muss allerdings ein Mitgliedstaat, der von dem Recht aus Art. 12 Abs. 1 Gebrauch macht, seinen Gesellschaften die widerrufliche Wahlmöglichkeit einräumen, die genannten Vorschriften dennoch zur Anwendung zu bringen. Die Entscheidung der Gesellschaft wird von der Hauptversammlung im Einklang mit den Vorschriften über die Änderung der Satzung getroffen und ist der nationalen zuständigen Aufsichtstellen mitzuteilen. Die Entscheidung über die Geltung des Verhinderungsverbots und der Durchbrechungsregel obliegt somit den Aktionären. Frankreich und Deutschland haben diese Bestimmungen unterschiedlich umgesetzt: Während Frankreich die Umsetzung der Art. 9 und 11 vorgenommen hat, hat Deutschland von dem Wahlrecht des Art. 12 Gebrauch gemacht und somit diese Bestimmungen nur als fakultative Regeln umgesetzt. Jedoch hat der deutsche Gesetzgeber der Hauptversammlung der deutschen Gesellschaften die Möglichkeit gegeben, das Verhinderungsverbot und die Durchbrechungsregel in ihrer Satzung vorzusehen (§§ 33a, 33b WpÜG).

Hinzu kommt die Reziprozitätsregel des Art. 12 Abs. 3, wonach die Mitgliedstaaten Gesellschaften, die das Verhinderungsverbot und/oder die Durchbrechungsregel anwenden, von der Geltung dieser Grundsätze befreien können, wenn die Gesellschaft Ziel eines Übernahmeangebots geworden ist und der Bieter oder die den Bieter kontrollierende Gesellschaft die jeweiligen Grundsätze selbst nicht anwendet.

#### § 3 – Der Ausschluss von Minderheitsaktionären und das Andienungsrecht.

Nach Art. 15 Abs. 1 und 16 Abs. 1 der Richtlinie haben die Mitgliedstaaten sicherzustellen, dass im Anschluss an ein Vollangebot die Möglichkeit des *Squeeze-* und *Sell-out* besteht. Während der *Squeeze-out* in einer Möglichkeit des Ausschlusses von

Minderheitsaktionären besteht, ist der *Sell-out* eine Möglichkeit des Minderheitsaktionärs, den Mehrheitsaktionär zu zwingen, seine Aktien zu erwerben. Die beiden Rechte unterliegen denselben Voraussetzungen: Zunächst muss der Bieter ein an alle Aktionäre der Zielgesellschaft gerichtetes Angebot für sämtliche Wertpapiere abgegeben haben. Dann muss der Bieter infolge des Angebots einen bestimmten Schwellenwert überschritten haben. Dieser entspricht 90 % oder 95 % des stimmberechtigten Kapitals der Zielgesellschaft und der Stimmrechte. Die Ausübung des Ausschluss- oder Andienungsrechts muss nach Art. 15 Abs. 4, Art. 16 Abs. 3 innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist erfolgen.

Eine angemessene Barabfindung muss den ausgeschlossenen oder ausgetretenen Aktionären gewährleistet werden. Hinsichtlich der Höhe dieser Abfindung unterscheiden Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 2 und 3, Art. 16 Abs. 3 zwischen freiwilligen Angeboten und Pflichtangeboten. Beim Pflichtangebot gilt die Gegenleistung des Angebots als angemessen. Es wird also auf die Regel des Art. 5 Abs. 4 abgestellt. Bei einem freiwilligen Angebot gilt die im Angebot vorgeschlagene Abfindung nur dann als angemessen, wenn der Bieter durch die Annahme des Angebots Wertpapiere erworben hat, die mindestens 90 % des vom Angebot betroffenen stimmberechtigten Kapitals entsprechen. Greifen diese Vermutungen nicht ein, so ist die angemessene Abfindung nach Maßgabe der nationalen Regelungen zu ermitteln.

## Glossaire des termes juridiques allemands<sup>320</sup>

### Aktie

On peut traduire le terme *Aktie* par « action ». Comme en droit français, il s'agit d'un titre de valeur matérialisé par un document du même nom qui constate les droits de l'actionnaire d'une société par actions (*Aktiengesellschaft*). Le capital de la société est divisé en actions (§ 1 Abs. 2 AktG). Chaque action représente donc une part correspondante du capital de la société. Le périmètre des droits attachés à une action peut être différent au sein d'une même société. Certaines actions appelées actions de préférence (*Vorzugsaktie*) peuvent pas exemple procurer un droit plus important aux bénéficiaires (§ 11 AktG).

### Aktiengesellschaft

Il s'agit de la société par actions de droit allemand. C'est une société de capitaux possédant la personnalité morale (*juristische Person*). L'*Aktiengesellschaft* est régie par la loi allemande relative aux sociétés par actions du 6.9.1965 (*Aktiengesetz*). C'est une société commerciale (*Handelsgesellschaft*), responsable envers ses créanciers à hauteur de l'ensemble de son patrimoine. Son capital social est divisé en actions (§ 1 AktG). La direction de la société est assurée par le directoire (*Vorstand*) et le conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*), schéma dualiste classique en Allemagne, mais moins courant en France. L'équivalent français de la *Aktiengesellschaft* allemande est la société anonyme.

### Aktionär

En droit allemand, l'actionnaire est l'associé d'une société par actions (*Aktiengesellschaft*). L'obligation principale de l'actionnaire est de libérer son apport (*Einlage*) à hauteur du montant nominal de l'action (*Aktie*) qui lui est remise en échange. L'actionnaire a un droit d'information, le droit de participer aux assemblées générales, ainsi que de participer aux bénéfices de la société (*Gewinnbezugsrecht*). La responsabilité de l'actionnaire pour les dettes de la société est limitée au montant de ses apports.

### Aufsichtsrat

Il s'agit du conseil de surveillance de la société par actions allemande. Dans le cadre de cette

---

<sup>320</sup> Réalisé avec l'aide du *Dictionnaire/Lexique de droits des affaires et de droit fiscal Français-Allemand et Allemand-Français* de H. Lainé et U. Warneke (C.H. Beck et Litec).

société, il constitue un organe obligatoire. Il est également obligatoire dans les sociétés à responsabilité limitée (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*) de plus de 500 salariés. Il lui incombe notamment de surveiller le directoire (§§ 111, 278 AktG), qu'il nomme (§ 84 AktG). Il est composé d'au moins trois membres désignés par l'assemblée générale (*Hauptversammlung*) pour quatre ans au plus (§ 102 AktG). Il ne peut être révoqué que pour motif grave et par ordonnance du juge (§ 103 AktG). À l'instar des membres du directoire, il est responsable envers la société (§§ 116, 93 AktG).

### **Bezugsrecht**

Le terme *Bezugsrecht* désigne le droit préférentiel de souscription, régi par le § 186 AktG. Il s'agit du droit de l'actionnaire d'une société par actions de recevoir, à proportion de sa participation dans le capital de la société, des actions nouvelles émises lors d'une augmentation de capital (*Kapitalerhöhung*). Ce droit s'exerce en proportion de la participation de l'actionnaire dans le capital de la société. Le droit de souscription peut être limité ou supprimé lorsque la résolution portant augmentation de capital le prévoit, dans le respect des conditions prévues par la loi allemande sur les sociétés par actions.

### **Einlage - Verdeckte bzw. verschleierte Sacheinlage**

Le mot *Einlage* désigne ce que remet un actionnaire à la société par actions en contrepartie de sa participation dans celle-ci (son apport). On distingue la *Bareinlage* (l'apport en numéraire) de la *Sacheinlage* (l'apport en nature). Un problème particulier a été posé par les *verdeckte Sacheinlage*, création de la pratique. Nous pouvons traduire l'expression *verdeckte Sacheinlage* ou *verschleierte Sacheinlage* par « apport en numéraire fictif ». Il s'agit d'un mécanisme destiné à contourner la législation applicable aux apports en nature et les formalités en résultant : l'actionnaire procède dans un premier temps à un apport en numéraire, puis la société acquiert le bien de cet actionnaire avec les fonds qu'il a apportés, ou la société acquiert le bien dans un premier temps, puis l'actionnaire procède à un apport en numéraire avec la somme qui lui a été remise au titre de cette vente. La jurisprudence allemande a longtemps sanctionné cette fraude en exigeant que l'actionnaire procède une nouvelle fois au paiement de la somme due au titre de l'apport en numéraire auquel il s'est initialement engagé. Cependant, depuis 2009, le § 27 al. 3 AktG prévoit que la valeur du bien apporté s'impute sur les sommes dues par l'actionnaire au titre de l'apport en numéraire. La

charge de la preuve de la valeur du bien pèse sur l'apporteur.

### **Hauptversammlung der Aktionäre**

Il s'agit de l'assemblée générale des actionnaires, qui est l'organe de la société par actions par lequel les actionnaires exercent leurs droits (§ 118 AktG). L'assemblée générale ordinaire (*ordentliche Hauptversammlung*) se réunit au moins une fois par an dans les huit premiers mois de l'année afin de voter le quitus des membres du directoire et du conseil de surveillance (*Entlastung*) et l'affectation des bénéfices. Une assemblée générale extraordinaire (*außordentliche Hauptversammlung*) est convoquée dans les conditions prévues par les statuts et à chaque fois que les intérêts de la société l'exigent (§ 121 AktG). Elle est en principe convoquée par le conseil d'administration, mais peut aussi l'être par le conseil de surveillance (§ 111 Abs. 3 AktG). Elle vote des résolutions (*Hauptversammlungsbeschluss*, § 133 AktG). En outre, l'assemblée générale des actionnaires est compétente pour décider de la nomination des membres du conseil de surveillance, des modifications des statuts, et de la nomination des commissaires aux comptes.

### **Spruchverfahren**

Nous pouvons traduire le terme « *Spruchverfahren* » par « procédure d'analyse et de vérification du rapport d'échange des actions ». La *Spruchverfahren* est une procédure de droit allemand, également présente en droit autrichien, qui est susceptible d'être mise en œuvre, à la demande d'actionnaires minoritaires, dans le cadre de fusions ou scissions. Les actionnaires minoritaires de la société absorbée ou scindée peuvent déclencher cette procédure s'ils s'estiment lésés par le rapport d'échange des actions convenu au projet de fusion ou de scission et approuvé par l'assemblée générale (§ 15 Abs. 1 UmwG). Le déroulement de cette procédure est régi par une loi spécifique, la *Spruchverfahrensgesetz*. S'il est jugé que le rapport d'échange des actions n'était pas approprié, les actionnaires minoritaires reçoivent une compensation dont le montant est déterminé par le tribunal (§ 15 Abs. 1 UmwG).

### **Umwandlung**

Le terme *Umwandlung* est générique : il désigne la transformation d'une société par des techniques réglementées par la loi sur les transformations de sociétés du 15.10.2002

(*Umwandungsgesetz – UmwG*). Les principaux types de transformations sont la fusion (*Verschmelzung*), la scission (*Spaltung*) et le changement de forme sociale (*Formwechsel*).

### **Vorstand**

Le terme *Vorstand* désigne le directoire de la société par actions allemande. Il s'agit d'un organe composé d'une ou plusieurs personnes nommées par le conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*) et dont la fonction est de diriger la société (§ 76 AktG). Ses membres sont obligatoirement des personnes physiques. Lorsque le directoire est composé de plusieurs personnes, elles dirigent et représentent la société conjointement (§ 77 AktG). Les statuts (*Satzung*) peuvent toutefois prévoir que la société sera représentée par un ou plusieurs membres du directoire agissant seuls ou conjointement avec un mandataire commercial légal (*Prokurist*).

## Bibliographie

### PREMIERE PARTIE : Eléments en langue française

#### I. OUVRAGES GENERAUX

BERGE (J.-S.), ROBIN-OLIVIER (S.), *Introduction au droit européen*, PUF, 2008, 520 p.

CORNU (G.), *Vocabulaire juridique*, PUF, 2007, 986 p.

COURET (A.), LE NABASQUE (H.), COQUELET (M.-L.), GRANIER (T.), PORACCHIA (D.), RAYNOUARD (A.), REYGROBELLET (A.), ROBINE (D.), *Droit financier*, Précis, Dalloz, 1ère éd., 1088 p.

COZIAN (M.), VIANDIER (A.), DEBOISSY (F.), *Droit des sociétés*, Litec, 21ième éd., 2008, 716 p.

GUYON (Y.), *Droit des affaires – Tome 1 Droit commercial général et Sociétés*, Economica, 2003, 1060 p.

LAINE (H.), WARNEKE (U.), *Dictionnaire/lexique de droit des affaires et de droit fiscal français-allemand et allemand-français*, C.H Beck et Litec, 2007, 421 p.

MAGNIER (V.), *Droit des sociétés*, Dalloz, 4<sup>e</sup> édition, 422 p.

MENJUCQ (M.), *Droit international et européen des sociétés*, Montchrestien, 2<sup>e</sup> éd., 2008, 582 p.

MERLE (P.), *Droit commercial – Sociétés commerciales*, Précis, Dalloz, 12ième éd., 2008, 947 p.

RIBERT (G.), ROBLLOT (R.), GERMAIN (M.), MAGNIER (V.), *Les sociétés commerciales*, Traité, L.G.D.J., 19<sup>e</sup> éd., 2009, 994 p.

VALUET (P.), LIENHARD (A.), PISONI (P.), *Code des sociétés et des marchés financiers*, 25 éd., Dalloz Code commenté, 2009.

#### II. OUVRAGES SPECIALISES

LECOURT (B.), *L'influence du droit communautaire sur la constitution des groupements*, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, tome 331, 2000.

MAGNIER (V.), *Rapprochement des droits dans l'Union européenne et viabilité d'un droit commun des sociétés*, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, tome 317, 1999.

MAGNIER (V.) (sous la direction de), *L'entreprise et le droit communautaire : quel bilan pour un cinquantenaire ?*, PUF, Collection CEPRISCA, 2007, 207 p.

#### III. ARTICLES ET NOTES DE DOCTRINE

BOUJEKA (A.), « Variations sur l'harmonisation communautaire », in : *Chronique de droit européen du Centre d'Etudes Juridiques Européennes et Comparées (C.E.J.E.C, Université Paris-X Nanterre)*, LPA 2002, n°43, p. 4.

BRINGER (M.), « Prohibition de l'assistance financière en France (C. Com., art. L. 225-216) : cette position rigoriste est-elle encore souhaitable à l'heure de la frilosité des prêteurs ? », *JCP E*, 2009, n°22, 1554.

CATHIARD (C.), « Le régime des fusions transfrontalières depuis la loi du 3 juillet 2008 », *Dr. sociétés*, octobre 2008, étude n°8.

CONAC (P.-H.), « La distinction entre sociétés cotées et non cotées », *Rev. sociétés* 2005, p. 67.

CORDOLIANI (A.), « Le droit des fusions et la Communauté européenne », *JCP CI* 1979, 13078.

COURET (A.), « Le développement du droit préférentiel de souscription de l'actionnaire en droit comparé », *Rev. sociétés* 1989, p. 505.

DENECKER (J.), « La deuxième directive du Conseil des Communautés européennes relative à la constitution de la S.A, au maintien et aux modifications de son capital », *Rev. sociétés* 1977, p. 661.

DOMPE (M.-N.), « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », *Dr. sociétés*, Novembre 2006, étude 19.

DUCOULOUX-FAVARD (C.), « La réforme française des fusions et l'harmonisation des législations européennes », *Rec. Dalloz*, 1990, p. 242.

GEWINNER (D.), UZAN (C.), « La transposition de la directive « prospectus » en droit français », *Bull. Joly Bourse*, 2005, p. 375.

GRANIER (T.), « La directive concernant les offres publiques d'acquisition », *Europe*, Novembre 2004, Étude 11.

GRIGNON DUMOULIN (H.), « Commentaire de la directive « transparence » du 15 décembre 2004 et de la directive d'exécution du 8 mars 2007 sur les obligations d'information des sociétés cotées », *Rev. sociétés*, 2007, p. 281.

GUYADER (H.), « L'actionnaire transnational et la directive n°2007/36/CE du 11 juillet 2007 », *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 265.

HOPT (K.), « Les offres publiques d'acquisition en droits français et allemand après la 13<sup>e</sup> directive », *Rec. Dalloz*, 2007, p. 462.

LE FEVRE (A.), « Le nouveau régime des fusions et des scissions des sociétés commerciales institué par la loi n°88-17 du 5 janvier 1988 et le décret 88-418 du 22 avril 1988 », *Rev. sociétés* 1988, p. 207.

LE GRIX (I.), OSSA-DAZA (M.-L.), « Objectifs et enjeux de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières aux négociations », *Bull. Joly Bourse*, 2005, p. 5.

LE NABASQUE (H.), « A propos de l'article 217-9 de la loi du 24 juillet 1966 », *JCP E* 1992, II, 107.

LE NABASQUE (H.), « L'incidence des normes européennes sur le droit français applicable aux fusions et au transfert de siège social », *Rev. des Sociétés* 2005, p. 81.

LE NABASQUE (H.), « Les fusions transfrontalières après la loi n°2008-649 du 3 juillet 2008 », *Rev. sociétés*, 2008, p. 493.

LECOURT (B.), « Directive n°2006/68/CE du Parlement Européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la directive n°77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que la maintien et les modifications de son capital », *Rev. sociétés*, 2006, p. 673.

-, « Proposition de directive visant à faciliter l'exercice transfrontalier des droits des actionnaires dans les sociétés cotées », *Rev. sociétés*, 2006, p. 200.

-, « Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA », *Rev. sociétés*, 2007, p. 192.

LECUYER (H.), « Internet au secours de la démocratie actionnariale », *Comm. Com. élect.* 11/2005, comm. 174.

LOÏ (O.), « La troisième directive du Conseil des Communautés européennes du 9 octobre 1978 concernant les fusions des S.A. », *RTDE* 1980, p. 354.

LUBY (M.), « De la difficulté à dénouer le fil d'Ariane... (bref impromptu sur la directive n°2004/25 relative aux offres publiques d'acquisition) », *Dr. sociétés*, Novembre 2004, Étude 16.

- , « Impromptu sur la directive n°2005/56 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux », *Dr. sociétés*, Juin 2006, étude 11.

LUTTER (M.), « L'apport en numéraire fictif : une théorie allemande et un problème de droit européen », *Rev. sociétés* 1991, p. 331.

MALECKI (C.), « L'actionnaire sans frontières et la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly Sociétés*, 2007, p. 927.

MESTRE (J.), « L'égalité en droit des sociétés (Aspects de droit privé) », *Rev. sociétés* 1989, p. 398.

POULLEN (J.-B.), SPITZ (N.), « Les modifications de la deuxième directive concernant le capital social des sociétés anonymes et le droit français », *LPA* 2007, n°109, p. 3.

SINAY (R.), « La première directive européenne sur les sociétés et la mise en harmonie du droit français », *Gaz. Pal.* 1971, p. 158.

STORCK (M.), « Gouvernement d'entreprise : la directive concernant « l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées » a été définitivement adoptée et publiée par la Commission européenne le 11 juin 2007, *RTD Com.* 2007, 562.

VIANDIER (A.), « Les actions de préférence (Ord. n°2004-604 du 24 juin 2004, art. 31) », *JCP E* 2004, comm. 1440, p. 1538.

WEBER-REY (D.), DAIANU (C.), « La loi allemande sur les acquisitions de valeurs et les offres publiques d'achat », *JCP E* 2002, 723.

## SECONDE PARTIE : Eléments en langue allemande

### I. OUVRAGES GENERAUX ET SPECIALISES

*Bagel F.*, Der Ausschluss des Bezugsrechts in Europa, Heymann, Diss. Bonn 1999, 407 S.

*Drinkuth H.*, Die Kapitalrichtlinie – Mindest- oder Höchtsnorm ?, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln 1998, 328 S.

*Eisenhardt U.*, Gesellschaftsrecht, Beck Juristischer Verlag, 14. Auflage, München 2009, 550 S.

*Grundmann S.*, Europäisches Gesellschaftsrecht, Verlag C.F. Müller, 1. Auflage, Heidelberg 2004, 557 S.

*Habersack M.*, Europäisches Gesellschaftsrecht, Verlag C.H. Beck, 3. Auflage, München 2006, 516 S.

*Hueck G./Windblicher C.*, Gesellschaftsrecht, Beck Juristischer Verlag, 21. Auflage, München 2008, 505 S.

*Kulenkamp S.*, Die grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften in der EU, Nomos, Mannheim, 2009, 393 S.

*Köbler G.*, Juristisches Wörterbuch : Für Studium und Ausbildung, Verlag Franz Vahlen, 14. Auflage, 507 S.

*Lösekrug J.*, Die Umsetzung der Kapital, Verschmelzungs- und Spaltungsrichtlinie der EG in das nationale deutsche Recht, Jenaer Wiss. Verlag Gesellschaft, Jena 2004, 435 S.

*Meilicke W.*, Die „verschleierte“ Sacheinlage : eine deutsche Fehlentwicklung, Schaeffer Verlag, Stuttgart 1989, 107 S.

*Raiser T./Veil R.*, Recht der Kapitalgesellschaften, Verlag Franz Vahlen, 5. Auflage, 2009, 829 S.

*Verse D.*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, Mohr Siebeck, Tübingen 2006, 622 S.

### II. COMMENTAIRES DE TEXTES DE LOI

*Geibel S./Süßmann R.*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) : Kommentar, Verlag C.H. Beck, 2. Auflage, München 2008, 998 S.

*Goette W./Habersack M.*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Verlag C.H. Beck, 3. Auflage, München 2006, 1415 S.

*Großkommentar* : Aktiengesetz, Kommentar, hg. Von Klaus J. Hopt und Herbert Wiedemann, 4. Auflage, Walter de Gruyter, Berlin 1992 ff.

*Heidel T.*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, Nomos, 2. Auflage, Baden-Baden 2007, 3090 S.

*Hüffer U.*, Aktiengesetz (Kurz-Kommentar), Beck Juristischer Verlag, 8. Auflage, München 2008, 1975 S.

*Kölner Kommentar Kommentar zum AktG* : hg. von Wolfgang Zöllner, 2. Auflage, Carl Heymanns Verlag, Köln 1990 ff.

*Semler J./Stengel A, u.a.*, Umwandlungsgesetz (mit Spruchverfahrensgesetz) (Kommentar), Verlag C.H. Beck, 2. Auflage, München, 2007.

### III. ARTICLES ET NOTES DE DOCTRINE

*Adolff J.*, « Konkurrierende Bewertungssysteme bei der grenzüberschreitenden Verschmelzung von Aktiengesellschaften », ZHR 2009, 67 (99).

*Ankele J.*, Zum Vorschlag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften für eine Zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie, BB 1970, 988.

*Austmann A./Mennicke P.*, Übernahmerechtlicher Squeeze-out und Sell-out, NZG 2004, 846.

*Bayer W.*, Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss und Vermögensschutz der Aktionäre nach § 255 Abs. 2 AktG, ZHR 163 (1999), 505.

*ders.*, Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht, BB 2004, 1.

*Bezenberger T.*, Das Bezugsrecht der Aktionäre und sein Ausschluß, ZIP 2002, 1917.

*Bosse C.*, Grünes Licht für das ARUG – Das Aktienrecht geht online, NZG 2009, 807.

*Drinhausen F./Keinath A.*, Referentenentwurf eines zweiten Gesetzes zur Änderung des Umwandlungsgesetz – Erleichterung grenzüberschreitender Verschmelzung für deutsche Kapitalgesellschaften ?, BB 2006, 725.

*Drygala T.*, Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach der Reform der Kapitalrichtlinie, DK 2007, p. 396 (397).

*Ebenroth C./Neiß E.*, Zur Vereinbarkeit der Lehre der verdeckten Sacheinlage mit EG-Recht, BB 1992, 2085.

*Einsele D.*, Verdeckte Sacheinlagen, Grundsatz der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung, NJW 1996, 2681.

*Ganske J.*, Das Zweite gesellschaftsrechtliche Koordinierungsgesetz vom 13. Dezember 1978, DB 1978, 2461.

*Habersack M.*, Die finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs - Überlegungen zu Zweck und Anwendungsbereich des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG, FS Röhrich, 2005, S. 155.

*Hasselbach K.*, Das Andienungsrecht von Minderheitsaktionären nach der EU-Übernehmerichtlinie, ZGR 2005, 387.

*Heidel T.*, Der übernahmerechtliche Squeeze- und Sell-out gemäß §§ 39aff. WpÜG , DK 2006, 653.

*Hirte H.*, Kapitalschutz (Gläubiger- und Eignerschutz im Europäischen Recht, in Grundmann

(Hrsg.), Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, 2000, p. 211.

*Kindl J.*, Der Erwerb eigener Aktien nach Europäischem Gemeinschaftsrecht, ZEuP 1994, 77.

*Kindler P.*, Die sachliche Rechtfertigung des aktienrechtlichen Bezugsrechtsausschlusses im Lichte der Zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft, ZHR 158 (1994), 339.

*Klein S.*, Grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften, RNotZ 2007, Heft 12, 565.

*Klinke U.*, Europäisches Unternehmensrecht und EuGH. Die Rechtsprechung in den Jahren 1998 bis 2000, ZGR 2002, 163.

*Krause H.*, BB-Europareport – Die EU-Übernahmerichtlinie – Anpassungsbedarf im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BB 2004, 113.

*Kühnberger M.*, Verlustanzeigebilanz – zur Recht kaum beachteter Schutz für Eigentümer ?, BB 2000, 2077.

*Lutter M.* Die Entwicklung des Gesellschaftsrechts in Europa, EuR 1975, 44.

*Mülbart O.*, Umsetzungsfragen der Übernahmerichtlinie - erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften des WpÜG, NZG 2004, 633.

*Natterer J.*, Bezugsrechtsausschluss und zweite Gesellschaftsrechtliche Richtlinie, ZIP 1995, 1481.

*Neye H./Timm B.*, Die geplante Umsetzung der Richtlinie zur grenzüberschreitenden Verschmelzung von Kapitalgesellschaften im Umwandlungsgesetz, DB 2006, 488.

*Rühland P.*, Der übernahmerechtliche Squeeze-out im Regierungsentwurf der Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes - Ökonomisch sinnvoll, aber nicht vollständig mit höherrangigem Recht vereinbar, NZG 2006, 401

*Schön W.*, Das Bild des Gesellschafters im Europäischen Gesellschaftsrecht, RabelsZ 64 (2000), 1.

*Seibt C./Heiser K.*, Analyse des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf), AG 2006, 301.

*Vetter J.*, Ausweitung des Spruchverfahrens, Überlegungen de lege lata und de lege ferenda, ZHR 168 (2004), 8.

*ders.* « Die Regelung der grenzüberschreitenden Verschmelzung im UmwG » AG 2006, 613 (622) ; *Teichmann*, « Minderheitenschutz bei Gründung und Sitzverlegung der SE », ZGR 2003, 367.

*Wiedemann H.*, Die Erfüllung der Geldeinlagepflicht bei Kapitalerhöhungen im Aktienrecht, ZIP 1991, 1257.

*Windbichler C./Krolop K.*, in : Riesenhuber K. (Hrsg.), Europäische Methodenlehre. Handbuch für Ausbildung und Praxis, de Gruyter Verlag, 2006, 598 S.

*Wymeersch E.*, Das Bezugsrecht der alten Aktionäre in der Europäischen Gemeinschaft : eine rechtsvergleichende Untersuchung, AG 1998, 382.

## Table des matières

Abréviations françaises et allemandes.....	II
Sommaire.....	IV
Introduction.....	01
<b>Première partie : L'influence du droit de l'Union européenne sur l'acquisition de la qualité d'actionnaire et l'exercice des droits y afférents.....</b>	<b>06</b>
Chapitre premier : Le régime européen d'acquisition de la qualité d'actionnaire.....	06
Section 1 : Les droits et obligations des actionnaires dans le cadre de la constitution de la société.....	06
§ 1 : Les obligations des actionnaires dans le processus de constitution de la société.....	06
A. L'obligation de libérer les apports.....	06
B. La souscription ou l'acquisition de ses propres actions par la société.....	10
§ 2 : La possibilité pour la société d'accorder une aide financière en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers.....	12
A. Un régime originaire d'interdiction.....	12
B. Les assouplissements apportés par la directive 2006/68/CE.....	14
Section 2 : La protection du potentiel futur actionnaire par une information adéquate : le prospectus d'émission (directive 2003/71/CE).....	15
§ 1 : L'obligation de publier un prospectus.....	16
§ 2 : Le contenu du prospectus.....	17
§ 3 : L'approbation et la diffusion du prospectus.....	18
Chapitre second : L'appréhension des droits essentiels de l'actionnaire par le droit de l'Union européenne.....	19
Section 1 : Le principe d'égalité de traitement des actionnaires.....	19
§ 1 : L'affirmation « sectorielle » du principe d'égalité de traitement....	20
§ 2 : Un principe qui ne fait pas obstacle à une protection spécifique des actionnaires minoritaires.....	21

Section 2 : L'information des actionnaires, préalable indispensable à une participation éclairée aux décisions sociales.....	22
§ 1 : L'information périodique.....	23
§ 2 : L'information continue.....	24
§ 3 :L'information préalable à l'assemblée générale des actionnaires....	25
Section 3 : L'assemblée générale, lieu d'expression de la démocratie actionnariale.....	27
§ 1 : Le rôle conféré à l'assemblée générale des actionnaires.....	27
§ 2 : La consécration de l' « <i>actionnaire sans frontières</i> » par la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.....	28

## **Seconde partie : La protection de l'actionnaire par le droit de l'Union européenne à l'occasion d'opérations spécifiques portant sur la société..... 31**

Chapitre premier : La protection de l'actionnaire dans le cadre des opérations afférentes au capital social.....	31
Section 1 : Le rôle de l'assemblée générale des actionnaires.....	31
§ 1 : La compétence de principe de l'assemblée générale.....	31
§ 2 : Le rôle de l'assemblée générale en cas de perte grave du capital souscrit.....	33
Section 2 : Le droit préférentiel de souscription.....	35
§ 1 : Fonction et portée du droit préférentiel de souscription.....	36
A. Présentation générale.....	36
B. Le droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation du capital social par apports en numéraire.....	36
C. Le droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation du capital social par apports en nature.....	37
§ 2 : La suppression du droit préférentiel de souscription.....	38
Section 3 : La réduction du capital social par retrait forcé d'actions.....	42
§ 1 : Les conditions de l'article 36 de la deuxième directive.....	42
§ 2 : Les positions des droits français et allemand.....	42

Chapitre second : La protection de l'actionnaire dans le cadre des fusions et scissions de sociétés.....	43
Section 1 : Les fusions et scissions internes.....	43
§ 1 : Une information « <i>adéquate et aussi objective que possible</i> », préalable indispensable à une décision éclairée de l'assemblée générale sur la fusion ou la scission.....	45
§ 2 : La responsabilité des administrateurs, dirigeants et experts envers les actionnaires.....	48
Section 2 : Les fusions transfrontalières.....	49
§ 1 : Présentation générale de la directive 2005/56/CE.....	49
§ 2 : U dispositif de protection de l'actionnaire.....	51
A. La protection des actionnaires par une information adéquate et la participation de l'assemblée générale.....	51
B. L'aménagement par le droit européen des conditions d'application des procédures allemande et autrichienne de vérification et de modification du rapport d'échange des actions.....	52
C. Le droit de retrait des actionnaires s'étant prononcés contre la fusion transfrontalière.....	55
Chapitre 3 : La protection des actionnaires dans le cadre des offres publiques d'acquisition.....	55
Section 1 : Présentation de la directive 2004/25/CE.....	56
§ 1 : Présentation générale du texte.....	56
§ 2 : L'égalité de traitement des actionnaires, un principe fondamental de la procédure d'offre.....	57
§ 3 : Les obligations d'information.....	58
Section 2 : La protection des actionnaires minoritaires.....	59
§ 1 : L'offre obligatoire.....	59
§ 2 : L'encadrement optionnel des mesures « anti-OPA ».....	60
A. La compétence de principe de l'assemblée générale pour autoriser « <i>toute action susceptible de faire échouer l'offre</i> ».....	61
B. La neutralisation des restrictions au transfert des titres et au droit de vote pendant la durée de l'offre.....	62
C. Le caractère optionnel des articles 9 et 11 et la clause de réciprocité de l'article 12.....	63

§ 3 : Le retrait et le rachat obligatoires.....	65
A. Le retrait obligatoire.....	65
B. Le rachat obligatoire.....	68
Conclusion.....	70
Synthèse en langue allemande .....	71
Glossaire des termes allemands .....	97
Bibliographie .....	101
Table des matières .....	108