



Années Académiques 2003-2005

Mémoire MBL
Monsieur le Professeur Henri Peter

Les devoirs du conseil d'administration en cas de fusion ou d'acquisition aux Etats-Unis

François Pictet
Novembre 2005



www.unige.ch/droit/mb/



www.unil.ch/droit

Les devoirs du conseil d'administration en cas de fusions ou d'acquisitions aux Etats-Unis

TABLE DES MATIERES :

Contexte.....	1
Section I : Devoirs des administrateurs, règles de base.....	3
A. Les trois standards d'examen.....	3
1. Business Judgment Rule.....	3
2. Examen approfondi ou <i>Enhanced Scrutiny</i>	6
3. Critère de l' <i>entire fairness</i>	8
B. Arrêts importants.....	9
1. Les fusions par échange d'actions, <i>Time</i> et <i>QVC</i>	9
2. Mesures de défenses dans le cas <i>Unitrin</i>	11
C. Autres principes.....	15
1. L'importance de la prise de décision en connaissance de cause et de bonne foi.....	15
2. La problématique des <i>Fairness Opinions</i>	16
3. La ratification comme protection ?.....	18
4. Devoirs des administrateurs de la société <i>acquérante</i>	19
Section II : Vente de la société : ce que peut et ce que doit faire le conseil d'administration.....	20
A. Techniques de ventes publiques.....	22

1. La vente aux enchères.....	22
2. Le <i>Market Check</i>	23
B. L'utilisation de comités spéciaux dans la vente de la société.....	24
C. L'évaluation des propositions lors des fusions et acquisitions par échange d'actions.....	27
1. Valeurs à court terme et valeurs à long terme.....	28
2. Questions sociales.....	30
Section III : Protéger la transaction.....	31
A. <i>Stock Options et Break-Up Fees</i>	34
B. <i>Clauses "No-Shop" et "Window-Shop"</i>	35
C. <i>Voting Lock-ups de la direction et des actionnaires</i>	36
Conclusion.....	38

Bibliographie

* * *

Les devoirs du conseil d'administration en cas de fusion ou d'acquisition aux Etats-Unis

Ce travail décrit l'environnement actuel relatif aux prises de contrôle, fusions, acquisitions et aux offres publiques d'acquisition aux Etats-Unis¹. Nous adopterons un point de vue aussi bien juridique qu'économique. Nous traiterons essentiellement des devoirs des administrateurs de la société lors de fusions et d'acquisitions. Nous verrons notamment quel est leur rôle dans les transactions entraînant un changement de contrôle, les risques qu'il peut y avoir à vouloir favoriser une transaction plutôt qu'une autre et les différentes façons de se préparer à une offre non sollicitée. Nous tâcherons de nous appuyer principalement sur la jurisprudence récente de l'Etat du Delaware étant donné son état d'avancement en la matière. Nous ne traiterons pas des différentes façons de procéder à une fusion ou à une acquisition car cela n'a en définitive pas d'impact sur les problématiques posées dans le présent mémoire.

Contexte

Durant ces 15 dernières années les Etats-Unis, en particulier, ont été témoins de développements importants en ce qui concerne les *corporate transactions*, tant au niveau de la jurisprudence qu'à celui des approches stratégiques et financières. Chacun de ces développements a amené son lot de complexités aux problèmes juridiques rencontrés lors des fusions et acquisitions, offres d'acquisition et autres transactions majeures. Les taux d'intérêts

¹ Par la suite, nous emploierons les termes « fusions et acquisitions », « corporate transactions » ou tout simplement « transactions » pour plus de simplicité.

historiquement bas, les crises liées à la comptabilité et au *corporate governance* ont aussi eu un impact significatif.

Même si le nombre de transactions diminua logiquement entre 2000 et 2003, suite à l'explosion de la « bulle Internet », une économie affaiblie, les événements tragiques du 11 septembre 2001, les conflits internes et internationaux qui s'en suivirent ainsi que les questions concernant les pratiques comptables dans les débâcles impliquant notamment Enron, WorldCom, Parmalat et Adelphia, tout porte à croire que nous sommes au début d'une nouvelle vague de fusions après celle qui a eu lieu entre 1991 et 2000. Le marché mondial et américain a en effet vu une augmentation notable du nombre de transactions depuis le dernier quadrimestre 2003. En 2003, les transactions américaines atteignent un montant de 552 52

milliards de dollars pour 823 milliards en 2004. Des *deals* pour un montant de 158 milliards de dollars voient le jour durant les six premières semaines de 2005, si l'on compte l'acquisition de Gillette par Procter & Gamble (57 milliards)² et un montant de 365 milliards de dollars durant le premier trimestre. Cela est dû à plusieurs facteurs, que sont les revenus en croissance, la grande quantité de cash à disposition des entreprises, des taux d'intérêts bas et une inflation plutôt faible. Aujourd'hui, les sociétés tentent d'atteindre une taille critique afin de survivre et de rester compétitives. Or le moyen le plus rapide d'y parvenir consiste à absorber d'autres sociétés, fusionner, encourageant ainsi les concurrents à faire de même. La spirale des fusions commence alors. Le domaine constamment en évolution des fusions et acquisitions met en lumière la nécessité d'avoir un conseil d'administration pleinement informé, notamment quant à son devoir de fidélité, afin que la société soit en mesure de profiter des opportunités de combinaisons avec d'autres entreprises ou encore soit prête à répondre à d'éventuelles offres d'acquisitions non sollicitées.

La première partie de ce mémoire passe en revue les responsabilités fondamentales des administrateurs dans un contexte de combinaison d'entreprise, incluant les principes jurisprudentiels de base. La deuxième section est ciblée sur les différents aspects de la vente d'une société, y compris l'impact d'un changement de contrôle sur les obligations des administrateurs et les différentes façons de vendre une société. Enfin, le troisième chapitre

² Source : Thomson Financial, fournisseur d'informations financières.

décrit, toujours au travers de la jurisprudence récente, les moyens à disposition du conseil d'administration permettant de favoriser une transaction au détriment des autres.

Section I

Devoirs des administrateurs, règles de base

Lorsqu'il s'agit de juger les actes du conseil d'administration aux Etats-unis, on applique *a priori* la règle de base, la traditionnelle « *business judgment rule* ». En revanche, pour certaines décisions importantes, comme celles visant à se défendre contre une offre non sollicitée ou encore pour vendre la société, le juge se référera à des standards plus exigeants, les fameux « *Unocal standard* » et « *Revlon test* ». Enfin, les transactions impliquant un conflit d'intérêts au sein du conseil d'administration devront respecter, pour être admises, le critère le plus strict, celui dit de l'« *entire fairness* ». Après avoir brièvement défini ces concepts, nous verrons quelles sont leurs applications au travers de plusieurs arrêts. Nous terminerons cette section en énonçant quelques points importants pour un conseil d'administration dans le cadre de fusions et acquisitions aux Etats-Unis.

A. Les trois standards d'examen

1. Business Judgment Rule

Le premier des trois standards, la *business judgment rule*, représente la marge de manœuvre logiquement laissée aux conseils d'administration par les tribunaux du Delaware. Cette règle s'applique à quelques-unes mais pas à toutes les fusions. Elle présume que les décisions des administrateurs sont prises sur une base informée, en toute bonne foi et en vue des meilleurs intérêts de la société³. Ainsi, lorsqu'elle est applicable, les décisions du conseil d'administration sont protégées, présumées valables à moins qu'un demandeur ne soit capable de soutenir le fardeau de la preuve en démontrant que le conseil ne s'est pas acquitté de son

³ Définition traduite de l'arrêt *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* 634 A.2d. 345, 360-361 (Del. 1993).

devoir d'attention (*duty of care*), de son devoir de fidélité (*duty of loyalty*) ou encore de son devoir de bonne foi (*duty of good faith*).

Duty of Care. S'il entend démontrer que le conseil d'administration n'a pas respecté son devoir d'attention, le demandeur doit prouver que la conduite des administrateurs a atteint un niveau de négligence crasse. Afin de ne pas accabler les administrateurs, la Cour suprême du Delaware⁴ leur permet de se reposer sur certains documents, sans en être responsable personnellement, à condition qu'ils soient de bonne foi et que la personne présentant ces informations au conseil d'administration soit compétente et qu'elle ait été choisie avec le soin nécessaire. Il s'agit donc de prendre les décisions sur une base informée après avoir pris le temps de considérer les sources pertinentes en y ajoutant le cas échéant, l'aide d'experts légaux ou financiers. Le *duty of care* consiste ainsi essentiellement à faire en sorte d'avoir toutes les bonnes informations en main.

Duty of Loyalty. Le demandeur voulant prouver qu'un conseil d'administration n'a pas respecté son devoir de fidélité doit démontrer que le conseil agit dans son propre intérêt. Il s'agit de situations où le conseil d'administration se trouve des deux côtés de la transaction et dans lesquelles les intérêts de la société entrent en conflit avec les siens. De tels conflits apparaissent par exemple lors de *management buyout*⁵ ou plus généralement lorsque les administrateurs tirent un quelconque autre intérêt financier personnel qui ne profite ni aux actionnaires ni à la société. Dans ces cas, le tribunal ignore la *business judgment rule* et transmet le fardeau de la preuve au conseil d'administration qui doit alors expliquer la transaction contestée en montrant qu'elle remplit les conditions de l'*entire fairness*⁶, autrement dit que la transaction ne lèse ni la société, ni actionnaires. Il est toutefois possible de faire appel à des comités d'administrateurs désintéressés afin que le fardeau de la preuve reste aux demandeurs malgré tout⁷.

⁴ Dans l'arrêt *Smith v. Van Gordon*, 488 A.2d 858, 874 (Del. 1985) (« *TransUnion* »).

⁵ Rachat de l'entreprise par sa direction et ses cadres. L'intérêt des administrateurs est ici de racheter les actions au plus bas prix mais leur devoir est de trouver la meilleure offre disponible pour les actionnaires. Le conflit est flagrant.

⁶ A ce sujet voir ci-après section I.A.3 (p.8).

⁷ Pour l'utilisation des comités spéciaux, se rapporter à la page 23.

La définition négative du devoir de fidélité requière de l'administrateur qu'il n'agisse pas uniquement dans un but personnel ou non sociétaire. Cela dit, on ne peut pas empêcher le conflit d'intérêts inhérent aux fusions et acquisitions durant lesquelles les administrateurs ne peuvent s'empêcher de penser aussi à leur situation personnelle : nous faisons ici référence à la situation de l'administrateur à la fois directeur qui soutient une transaction lui garantissant de garder son poste si la transaction a lieu. Ce cas de figure est-il considéré comme une situation de conflit d'intérêt ? La réponse en droit du Delaware est négative. Voici un extrait de *Technicolor* :

“[I]t is clear . . . that the alleged hope of better employment opportunities does not constitute the kind of interest covered.”⁸

Plus difficile est la question de savoir si et quand la déloyauté d'un seul administrateur (ou d'une minorité de ces derniers) va remettre en cause la décision du conseil dans son ensemble de sorte qu'il perde la présomption de la *business judgment rule*. Le Chancellor Allen de la Cour de chancellerie du Delaware est d'avis qu'une minorité d'administrateurs « corrompus » peut suffire à faire transférer le fardeau de la preuve au conseil d'administration lorsque l'administrateur intéressé contrôle ou domine le conseil ou lorsqu'il manque de signaler son conflit d'intérêt alors qu'un membre raisonnable du conseil d'administration y aurait vu un fait important dans la prise de la décision attaquée⁹.

Duty of Good Faith ? Alors que les devoirs traditionnels d'un administrateur sont les devoirs d'attention et de fidélité, la Cour de Chancellerie du Delaware a récemment évoqué et reconnu le concept de bonne foi pour le conseil d'administration dans une affaire très attendue¹⁰. Bien qu'elle ne définisse pas positivement le concept de bonne foi et ne donne que quelques pistes, la cour a identifié trois situations de mauvaise foi manifeste :

- lorsque l'administrateur agit intentionnellement dans un but autre que celui d'agir dans l'intérêt de la société,
- lorsque l'administrateur agit dans l'intention de violer la loi alors en vigueur ou

⁸ *Cinerama v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1134, 1154 (Del. Ch. 1994), (“*Technicolor*”).

⁹ *Cinerama v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1134, (Del. Ch.1994).

¹⁰ *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, C.A. No. 15452, (Del. Ch. 2005).

- lorsque l'administrateur n'agit volontairement pas alors qu'il en a le devoir, démontrant ainsi une indifférence consciente vis-à-vis de ses obligations.

Si le conseil d'administration respecte les trois obligations fondamentales que sont les devoirs d'attention, de fidélité et de bonne foi, le tribunal lui laisse une grande marge de manœuvre en ce qui concerne la substance des décisions qu'il prend. Conscient qu'il pas compétent pour administrer une société, il ne va pas examiner le caractère ou non raisonnable d'une décision et ne va pas substituer ses vues à celle du conseil d'administration. Une décision peut ainsi tout à fait être fautive et même stupide, du moment qu'elle a suivi un processus rationnel et qu'elle a été prise de bonne foi.

“*[W]here the business judgment standard applies, a director will not be held liable for a decision—even one that is unreasonable—that results in a loss to the corporation, so long as the decision is rational.*”¹¹

2. Examen approfondi ou *Enhanced Scrutiny*

Dans certaines situations les tribunaux du Delaware ne vont cependant pas soumettre la conduite du conseil d'administration à la traditionnelle *business judgment rule*. Nous faisons ici référence à :

- l'adoption de mécanismes défensifs en réponse à une menace supposée au contrôle ou au but de la société, tel que présenté dans l'arrêt *Unocal*¹², et
- l'approbation de transactions impliquant la vente du contrôle de la société et/ou son démantèlement, situation illustrée dans l'arrêt *Revlon*¹³.

Dans ces circonstances, les actes du conseil d'administration sont sujets à un examen approfondi, tant en ce qui concerne la procédure suivie que les décisions elles-

¹¹ Voir WILLIAM T. ALLEN, JACK B. JACOBS & LEO E. STRINE, Jr., *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 Bus. Law. 1287 (2001).

¹² *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), (« *Unocal* »).

¹³ *Revlon Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), (« *Revlon* »).

mêmes. En effet, le processus décisionnel, qui inclut les informations sur lesquelles se base le conseil d'administration doit satisfaire à des standards plus pointus. De plus, à l'inverse des situations dans lesquelles la traditionnelle *business judgment rule* s'applique, le juge examine le caractère raisonnable, et non plus seulement rationnel, de la décision du conseil d'administration. Il est souvent fait référence aux standards articulés par les tribunaux du Delaware dans les arrêts *Unocal* et *Revlon* comme le standard *Unocal* et le test *Revlon*.

Standard Unocal. Les administrateurs qui adoptent unilatéralement des mesures défensives en réaction à une menace supportent le fardeau de prouver que leur décision et sa procédure satisfont au standard *Unocal* car ils ne bénéficient *a priori* pas de la présomption attachée à la *business judgment rule*. Cela requière du conseil d'administration qu'il démontre :

- premièrement qu'il dispose de raisons suffisantes de penser qu'il existe un danger pour le but de la société et son effectivité, ce qui peut être démontré par la bonne foi des administrateurs au travers d'une investigation raisonnable. Cette condition ne pose en général pas trop de problème, car le conseil d'administration dispose d'une large marge de manœuvre pour définir ce qu'est une menace s'il se compose d'une majorité de membres désintéressés, et
- en second lieu, que les mesures défensives prises sont raisonnables et dans un rapport de proportionnalité avec la menace. Il s'agit donc d'éviter les mesures draconiennes, même si là encore les administrateurs jouissent d'une certaine latitude.

Si le conseil d'administration parvient à prouver ces 2 points, ses actions bénéficieront à nouveau de la protection de la *business judgment rule*.

Revlon Test. Comme nous l'avons dit, les transactions impliquant la vente du contrôle de la société sont aussi soumises à une attention toute particulière. Dans *Revlon*, la Cour suprême du Delaware définit le devoir des administrateurs comme étant celui d'atteindre la valeur maximale raisonnablement disponible pour les actionnaires lors de la vente de la société. Soulignons tout de même à cet égard que les juges requièrent des administrateurs une décision raisonnable et non pas une décision parfaite. En effet, selon ce test, dès lors qu'ils

décident de vendre le contrôle de la société, le rôle des administrateurs se transforme, comme en témoigne cet extrait :

“The director’s role change[s] from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of a company.”¹⁴

3. Critère de l’entire fairness

Si le conseil d’administration ne respecte pas l’un de ses devoirs (*duty of loyalty, duty of care, duty of good faith*), ou s’il ne parvient pas à satisfaire aux standards *Unocal* ou *Revlon*, la protection de la *business judgment rule* est perdue mais les actes du conseil d’administration ne sont pas *ipso facto* invalides. Le conseil d’administration peut encore prouver l’entire fairness des actes remis en questions. S’il parvient à prouver que ceux-ci sont équitables pour les actionnaires, ils seront validés par la Cour¹⁵. Par exemple, lorsqu’un conflit d’intérêts touche la majorité des administrateurs approuvant une transaction, ce qui constitue une violation du devoir de fidélité, les tribunaux vont exiger des administrateurs qu’il prouvent que malgré le conflit d’intérêts, la transaction est entièrement juste (*fair*) vis-à-vis des actionnaires.

* * *

Il est important de garder à l’esprit le fait que les standards que nous venons de présenter ne sont pas forcément uniformément appliqués de bout en bout d’une transaction. Le fait que les actes des administrateurs en connexion avec une transaction soient initialement sujets à un standard ne signifie pas forcément que leurs actions futures en rapport avec cette même transaction seront sujettes à un degré d’attention identique. Par exemple, l’approbation d’une fusion par échange d’actions, en général sans cession de contrôle, bénéficie de la protection de la *business judgment rule* alors même que l’apparition d’une tierce partie, un acquéreur hostile, peut tout à fait soumettre les actes du conseil d’administration au standard *Unocal*.

¹⁴ *Paramount Communications Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d, 46 (Del. 1994), (“*QVC*”).

¹⁵ Voir *Technicolor*, 663 A.2d. 1162-64.

B. Arrêts importants

1. Les fusions par échange d'actions, *Time* et *QVC*

Les différentes règles que nous venons d'énoncer se divisent de façon très nette en deux catégories, soit les standards appliqués en l'absence de changement de contrôle et ceux applicables lors de transactions mettant en scène des changements de contrôle. Ainsi, lors d'une fusion par échange d'action sans changements de contrôle on appliquera la *business judgment rule* tandis que *Unocal* sera utilisé pour juger des mesures défensives contre les offres de tiers. Cela ressort de l'arrêt de 1990 mettant aux prises *Time* et *Paramount Communications*¹⁶. A l'inverse, dans le cadre de la vente de la société et donc de la cession du contrôle, l'obligation de maximiser la valeur allant aux actionnaires (ci-après l'obligation *Revlon*) est de rigueur. En revanche, tant que des alternatives à la vente de la société sont prévues, il n'est nul besoin de se plier à cette règle.

Un point important est donc de savoir quand il y a changement de contrôle. Les fusions dont le paiement s'effectue en cash (une vente) débouchent forcément sur une perte du contrôle par les actionnaires cédant et déclenchent par conséquent l'obligation *Revlon*. De leur côté, la plupart des fusions par échange d'actions bénéficient de la *business judgment rule* car elles ne provoquent pas de changement de contrôle. En effet, ces fusions n'aboutissent généralement pas sur une entité aux mains d'un actionnaire ou d'un groupe d'actionnaires encore majoritaires après la fusion. Ainsi, le contrôle n'est pas cédé et les actionnaires ne sont pas privés de leur prétention à un *premium*¹⁷ ni de leur influence dans la nouvelle entité. C'est pourquoi les administrateurs de la société vendeuse ne sont pas tenus d'obtenir absolument la valeur la plus élevée pour leurs actionnaires.

¹⁶ *Paramount Communications Inc. v. Time, Inc.* 571 A.2d 1140, (Del.1990), (« *Time* »).

¹⁷ Il s'agit d'une prime auquel l'actionnaire qui vend ses parts peut généralement prétendre lors d'une offre d'acquisition, mais il sera plus difficile de l'obtenir dans une société sous contrôle d'un actionnaire majoritaire.

Cela dit, un arrêt de la Cour suprême du Delaware, *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, est là pour nous faire mentir¹⁸. Il s'agit d'un cas clair (mais exceptionnel) de cession du contrôle dans une situation de fusion par échange d'actions puisque la nouvelle entité se retrouvait avec un seul actionnaire propriétaire de 70% des droits de vote. Il est dès lors évident pour les actionnaires minoritaires que leur vote n'a plus de valeur au sein de la société nouvelle et que les administrateurs ont le devoir d'optimiser la valeur leur revenant. Cet arrêt laisse pourtant de nombreuses questions en suspens, notamment la question de savoir où se situe le seuil critique du changement de contrôle. Si *QVC* met en scène une situation limpide avec un block de 70%, qu'en est-il de 50.1% ou 49.9% ? Il semble ici raisonnable de se tourner vers les circonstances de chaque cas, notamment la structure du capital et la répartition du pouvoir de vote entre les petits et les grands actionnaires. Autre zone d'ombre, quid si les actionnaires reçoivent des actions sans droit de vote ? Ou encore, que penser des cas de fusions mixtes, soit des fusions mélangeant des actions et du cash ? Cette jurisprudence demande donc à être clarifiée.

Cependant *Time* et *QVC* sont clairs sur un point, à savoir que si l'entité nouvelle, après une fusion par échange d'actions, n'a pas dans ses rangs un actionnaire ou un groupe d'actionnaires contrôlant le pouvoir de vote, il n'y a pas de changement de contrôle et l'obligation *Revlon* n'entre pas en compte. En revanche, le fait que certains actionnaires aient été majoritaires dans leur société avant la fusion et qu'ils ne le soient plus ensuite ne constitue pas un changement de contrôle.

A noter qu'en pratique, même si le conseil d'administration n'a pas à se soucier de l'obligation d'obtenir le meilleur prix pour les actionnaires dans un cas de fusion par échange d'actions, il doit tout de même être conscient de la possibilité qu'un acquéreur non désiré se présente avec une meilleure offre. Dans ce cas, obtenir l'accord des actionnaires pour la fusion initiale risque bien d'être problématique. En plus, si le conseil d'administration tente quelque chose pour dérouter l'offre du nouveau venu, ses actions devront alors respecter le standard *Unocal*.

¹⁸ *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* 637 A2d 34, (Del. 1994), ("*QVC*").

Lorsque l'obligation *Revlon* est exigée des administrateurs suite à une vente de la société ou lors d'un changement de contrôle, l'arrêt *QVC* stipule que les objectifs à long terme mis en avant par les administrateurs ne sauraient les faire se soustraire à l'obligation de maximiser le profit des actionnaires. Si cette solution paraît un peu excessive à première vue et si éloignée de la vision européenne, plus sociale, la raison en est pourtant claire : aux Etats-Unis, l'actionnaire, en tant que propriétaire de la société, occupe une place beaucoup plus importante par rapport aux autres parties prenantes, comme par exemple les travailleurs ou même la société. Or les questions de stratégies à long terme ne sont pas pertinentes pour les actionnaires devenus minoritaires puisqu'à l'avenir la stratégie future ne sera pas sous leur contrôle mais restera aux mains d'un actionnaire ! C'est donc une manière de les protéger.

2. Mesures de défenses dans le cas *Unitrin*¹⁹

En 1994, un litige concernant les moyens de défenses adoptés par la société *Unitrin* en réponse à une offre d'acquisition hostile d'*American General* réaffirma la possibilité pour les administrateurs de prendre des mesures raisonnables afin de résister aux offres hostiles. Toute la difficulté qui réside dans la problématique de la proportionnalité inhérente à l'analyse *Unocal* est illustrée dans l'arrêt *Unitrin*.

Dans cette affaire, la Cour suprême de l'Etat du Delaware applique l'analyse *Unocal* telle que nous l'avons présentée plus haut. Deux mesures prises par le conseil d'administration sont concernées : le rachat de 10 millions d'actions au prix du marché alors en vigueur et l'émission de droits permettant aux actionnaires d'obtenir des actions dans certaines circonstances, comme par exemple le dépassement d'un seuil de possession par un actionnaire²⁰. Le tribunal commence par vérifier le premier volet de l'analyse *Unocal* en parvenant à la conclusion que l'offre d'*American General* constitue bel et bien une menace pour la société, le prix étant inadéquat. Il s'agit à présent de déterminer si les mesures adoptées par le conseil d'administration sont proportionnelles à la menace. Pour ce faire, la Cour nous engage à procéder en deux temps : déterminer d'abord si la mesure est coercitive ou trop restrictive et, si cela n'est pas le cas, se demander si elle est raisonnable. Pour être

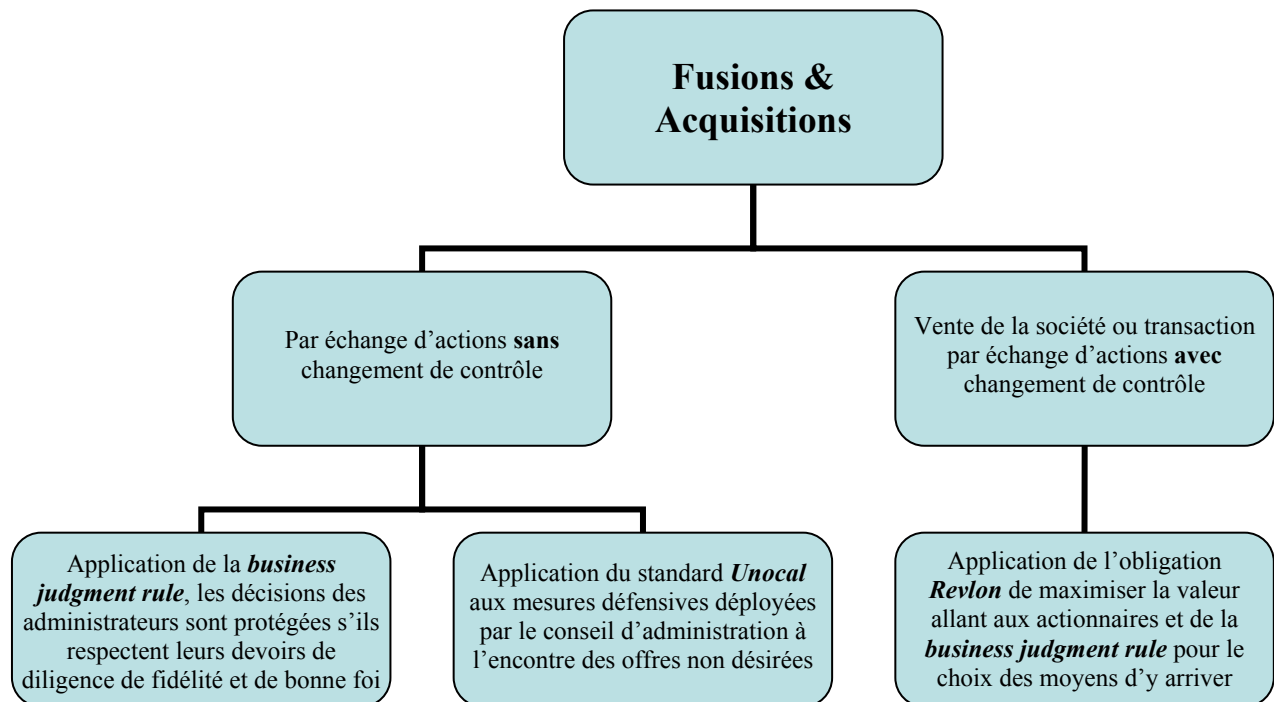
¹⁹ *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.*, 561 A.2d 1361 (Del. 1995), ("*Unitrin*").

²⁰ Il s'agit des fameux « shareholder right plans » destinés à diluer la part déjà aux mains de l'acquéreur potentiel afin de le décourager.

raisonnable, une mesure doit répondre à trois critères, soit premièrement constituer une décision autorisée dans les statuts, être en proportion avec la menace. Dans le cas *Unitrin*, le tribunal parvient à la conclusion que les mesures prises par le conseil d'administration sont raisonnables, réaffirmant par là le principe de liberté d'action des administrateurs au moyen de mesures de défense à condition que ce dernier ne soit pas touché par un conflit d'intérêts ou qu'il agisse sans s'être suffisamment documenté ou sans avoir délibéré.

Nous pouvons résumer tout ce vient d'être dit par ces schémas en précisant que si le conseil d'administration ne satisfait pas aux conditions du standard *Unocal*, du test *Revlon*, ou encore à celles de la *business judgment rule*, il lui reste toujours la possibilité de prouver l'*entire fairness* de ses actes, soit leur caractère raisonnable vis-à-vis des actionnaires²¹:

Standards applicables en fonction des situations dans lesquelles on se trouve :



²¹ Voir Section I.A.3 (p.8).

Caractéristiques des différents standards :

Standards	<i>Revlon</i>	<i>Unocal</i>	<i>Business Judgment Rule</i>	<i>Entire fairness</i>
Quand?	Vente de la société, cession du contrôle	Face aux offres d'acquisition non sollicitées	Pour toutes les décisions	En cas de non respect des standards ou conflit d'intérêts
Devoir	Choix de l'offre la plus élevée	S'il entend s'y opposer, il doit: -prouver l'existence d'une menace -prendre une mesure proportionnelle	Respect des devoirs (présumé) : -de fidélité -d'attention -bonne foi	Prouver que malgré ces manquements, la décision est équitable pour les actionnaires
Pourquoi?	Maximiser la valeur allant aux actionnaires	Pour se justifier auprès des actionnaires	Pas de jugement des décisions du CA	Dernier recours du CA pour montrer l'équité de sa décision

Il convient ici de signaler que de plus en plus nombreux sont les partisans d'un pouvoir plus fort pour les actionnaires vis-à-vis des mesures de défenses prises par le conseil d'administration face aux offres non sollicitées. En effet, comme nous venons de le voir dans *Unitrin*, le tribunal protège très largement les mesures de défenses prises par le conseil d'administration, en ne les soumettant qu'aux très larges conditions de *Unocal*. Pour que ces conditions soient remplies, nous l'avons dit, il suffit que le conseil d'administration déclare que le prix est inadéquat ou que l'offre va à l'encontre du but de la société (il s'agit de la menace) et en second lieu, la riposte envisagée ne doit pas être disproportionnée, draconienne (critère large de proportionnalité). Autrement dit, les administrateurs, et c'est bien cela qui est reproché au système en place, peuvent balayer les offres non sollicitées d'un revers de main, sans que les actionnaires n'aient la possibilité de s'exprimer à leur sujet. Dans *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*²², le tribunal valida la fusion par échange d'actions entre Time et Warner, alors que Paramount avait mis en avant une offre plus élevée, en argent comptant qui plus est. La question qui vient en premier à l'esprit est : Qu'en ont pensé les actionnaires ? Et bien on ne saura jamais, ils n'ont pas été consultés. Le tribunal invoque ici la menace pour la stratégie de la société, pour son but, but à distinguer de celui des actionnaires et que le conseil d'administration est aussi là pour protéger. Les partisans à ce large pouvoir

²² Voir *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1151 (Del. 1990).

de discrétion du conseil d'administration, à la tête desquels on trouve notamment *Martin Lipton*²³ affirment que les actionnaires ne sont pas suffisamment informés pour être mesure de juger si une offre est convenable en tant que telle et dans l'optique de la poursuite du but de la société. Ainsi, ils risquent de vendre la société à un prix trop bas, les marchés étant loin d'être toujours efficaces. Ce à quoi il nous semble opportun de répondre : mais finalement, qui sait vraiment ce que valent ces actions, et en définitive, sait-on seulement si l'actionnaire aura par la suite une meilleure offre ? Pourquoi ne pas lui laisser le choix de décider ? Pourquoi ne pourrait-il pas accepter le *premium* proposé et investir dans d'autres sociétés ? La carte blanche laissée aux administrateurs est-elle vraiment justifiée ?²⁴ A notre avis, tant que les administrateurs, du fait de l'accès aux informations dont ils disposent, sont mieux informés quant à la valeur des différentes lignes de conduite possibles, il n'est pas dans l'intérêt des actionnaires de se faire céder le choix de décider. Nous ne pensons pas que le problème se pose au niveau d'une soi-disant différence d'optique entre les acteurs (long terme pour les administrateurs et court terme pour les actionnaires). Les actionnaires qui investissent dans les marchés financiers n'ont pas moins une vision à long terme que les administrateurs. La différence se situe en fait au niveau des informations sur lesquelles ils se basent. L'actionnaire, à défaut de plus d'informations, se référera uniquement au prix pour prendre ces décisions, c'est évident.

Le débat mérite d'être ouvert et si l'on va plus loin en imaginant que se soient les actionnaires, disposant par hypothèse de toutes les informations nécessaires, qui décident de l'issue à apporter à une offre non sollicitée, de nouveaux problèmes risquent tout de même de se poser. *Jennifer Arlen* et *Eric Talley* estiment en effet que cette solution risque d'affecter *ex ante* la manière dont les administrateurs dirigent la société²⁵. Même si les actionnaires disposaient alors d'une des compétences du conseil d'administration, réduisant ainsi les défenses à disposition des administrateurs, ceux-ci ne cesseraient pas pour autant de vouloir empêcher les prises d'acquisition hostiles. Les administrateurs tenteraient alors par des

²³ Martin Lipton exerce au sein de la très reconnue étude spécialisée dans les fusions et acquisitions, *WATCHELL, LIPTON, ROSEN & KATZ*. Voir MARTIN LIPTON, "Takeover Bids in the Target's Boardroom", 35 *BUS.LAW*, p.103-104 (1979) et plus récemment STEPHEN M. BAINBRIDGE, "Director Primary: the Means and Ends of Corporate Governance", 97 *NW. U. L. REV.* 547 (2003).

²⁴ Voir à ce sujet RICHARD E. KIHLSSTROM & EDWARD B. ROCK., "Corporate Policy and the Coherence of Delaware Law", 152 n°2 *U. PENN. L. REV.*, p. 525 (2003).

²⁵ JENNIFER ARLEN & ERIC TALLEY, "Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice", 152 n°2 *U. PENN. L. REV.*, p. 577 (2003).

moyens détournés de faire capoter toute offre d'acquisition. Dans les situations extrêmes, les administrateurs iront jusqu'à employer des mesures de défenses destructrices de valeur qu'ils n'auraient jamais employé s'ils disposaient du pouvoir de décider de l'admission des offres. Certains de ces moyens échappent même au contrôle des tribunaux. Un exemple notable de ce type de mesure est l'inclusion de clauses de « changement de contrôle » dans les contrats de tous les jours (*bail, joint venture, licence,...*). Ces clauses prévoient des coûts pour la société en cas de changement de contrôle. De nombreuses sociétés utilisent à ce jour de telles normes dans le but d'obtenir de meilleures conditions contractuelles. Utilisées à outrance, dans le but de réduire la valeur de la société, ce type de clause peut ainsi tuer dans l'œuf certaines tentatives d'acquisition. Qui plus est, ces mesures ne sont pas toujours décelables par les tribunaux, car il est difficile de déterminer dans quel but elles sont prises, si c'est pour produire ou détruire de la valeur. C'est donc les actionnaires eux-mêmes qui seraient pénalisés par cette solution.

Cet activisme récent et pour l'instant dissident soutenant le choix des actionnaires en cas d'offre compte notamment dans ses rangs le fameux juge de la *Chancery Court* du Delaware, *Mr. Strine*, et on aurait peut être même pu assister à un changement de jurisprudence si *PeopleSoft* et *Oracle* ne s'étaient pas finalement mis d'accord, ne laissant pas l'opportunité au magistrat de juger les mesures défensives prises par *PeopleSoft*. Ces mesures, comprenant un *poison pill*²⁶, prises en réaction à l'offre non sollicitée faite par *Oracle*, avaient de forte chance d'être invalidées par le tribunal car il était dans ce cas difficile de les justifier en invoquant l'intérêt des actionnaires. Historiquement, il est vrai, les tribunaux de l'Etat du Delaware sont peu disposés à invalider un *poison pill*. Mais dans notre cas, le conseil d'administration de *PeopleSoft* avait invoqué le fait que l'offre était inadéquate et que la Commission européenne de la concurrence n'accepterait pas la fusion des deux sociétés. Et *PeopleSoft* s'est retrouvé en mauvaise posture puisque soixante et un pourcents des actionnaires, à la suite d'un vote au sein de la société cible, jugèrent positivement les termes de l'offre et la Commission européenne se dit prêt à accepter la fusion. De plus, la fusion épargnait à *PeopleSoft* diverses réclamations pour dommages et intérêts à l'encontre de *Oracle*. Et c'est pour toutes ces raisons que le conseil d'administration a finalement accepté l'offre de *Oracle*, laissant ainsi la doctrine sur sa faim.

²⁶ Les *poison pills* sont des mécanismes qui inondent le marché avec de nouvelles actions de la société cible, rendant l'offre non sollicitée beaucoup plus coûteuse.

C. Autres principes

1. L'importance de la prise de décision en connaissance de cause et de bonne foi

Qu'ils bénéficient du régime de la *business judgment rule* ou qu'ils soient sous les feux d'un contrôle plus strict en rapport avec une décision liée à une fusion, les administrateurs qui agissent sans détenir les informations adéquates ou sans s'engager activement dans la prise de décision auront de la peine à se justifier devant les juges. Les administrateurs ont en effet tout intérêt à jouer un rôle actif dans le processus de décision et aussi à rester pleinement informés tout au long de ce processus.

S'ils ne s'investissent pas suffisamment, ils risquent de perdre le bénéfice de la présomption liée à la *business judgment rule* puisque leurs chances de parvenir à prouver le respect du *duty of care* seront alors bien maigres. De même, s'ils sont sous surveillance plus étroite (*Unocal* ou *Revlon*), les administrateurs prennent le risque de perdre la possibilité même de supporter le fardeau de la preuve.

Les juges seront attentifs au nombre de séances et à l'ampleur des discussions qui y ont eu lieu, à l'engagement du conseil d'administration après l'irruption d'offres compétitives²⁷ ou encore au fait qu'une grande majorité des administrateurs soient indépendants²⁸. Le tribunal est d'autant plus pointilleux dans les situations où il a l'impression que le conseil d'administration n'a pas vraiment fait l'effort de s'informer sur une offre concurrente intervenue postérieurement puisqu'il s'était déjà mis d'accord sur la transaction initiale²⁹.

²⁷ Voir *Time*, 571 A.2d, 1143-46.

²⁸ Aux Etats-Unis, le nombre d'administrateurs ayant aussi un rôle dans la gestion journalière de l'entreprise, comme un directeur, est plus élevé (ils constituent parfois la moitié du conseil d'administration) qu'ailleurs où généralement un seul administrateur n'occupe cette double fonction. Cela dit, cette tendance s'inverse aujourd'hui, suite aux grands scandales financiers.

²⁹ Voir *QVC*, 637 A.2d, 48.

Le conseil d'administration a ainsi un devoir de s'informer mais aussi de négocier activement et de bonne foi avec chacun des différents intervenants afin de choisir l'alternative la plus intéressante pour les actionnaires. Mais nous le répétons, l'apparition d'un tiers offrant, si les administrateurs ne cherchent pas à vendre la société, ne déclenche pas l'obligation de choisir l'offre la plus élevée. Dans ce cas (*Unocal*), le conseil d'administration, dans une optique de stratégie à long terme, est libre de choisir la transaction qui lui plaît tant qu'il agit de bonne foi et après avoir procédé aux recherches que l'on attend de lui.

2. La problématique des *Fairness Opinions*

Très souvent en cas de fusions, le point de vue d'une banque d'investissement sur le caractère juste, acceptable du prix constitue des informations importantes grâce auxquelles le conseil d'administration peut évaluer une transaction. Nous avons vu en effet que le conseil d'administration peut s'appuyer sur les conseils d'experts légaux et financiers afin se forger une opinion. Le recours à ces rapports sur le caractère *fair* de l'offre est par ailleurs vu d'un bon œil par les tribunaux américains. Ces analyses sont connues sous l'appellation « *Fairness Opinions* ». Cela est particulièrement utile lorsqu'une partie du prix est composée d'actions puisque le fait d'évaluer des actions est un exercice périlleux et incertain. Dans ce cas, il est donc fréquent de recourir à des analyses plus précises et plus approfondies que lors de transactions cash. Même s'il ne s'agit pas d'un devoir absolu, pratiquement toutes les sociétés vendeuses et de nombreux acquéreurs y font appel. De plus, lors de transactions qui requièrent l'approbation des actionnaires, les *fairness opinions* sont bienvenues pour appuyer les recommandations du conseil d'administration.

Il y a toutefois certains points auxquels il convient d'être attentif. Il arrive parfois que le conseil d'administration, par ses restrictions imposées à la banque, fausse les résultats de l'analyse. En effet, puisque c'est la société qui mandate la banque, elle peut orienter la structure de l'analyse et délimiter son champ d'investigation. Comme on peut l'imaginer, cela a donné lieu à des abus étant donné que les banques peuvent ainsi occulter certains aspects de la transaction, abus qui ont pour conséquence de fausser la vision des actionnaires. C'est

pourquoi la SEC³⁰ exige à présent des banques d'investissement que lui soit révélé en détail la procédure suivie pour aboutir à une *fairness opinion*, ainsi que la teneur des contraintes imposées par le conseil d'administration. Ces informations pourront aussi être demandées lors de l'assemblée des actionnaires.

Il existe un autre inconvénient dû au fait qu'il se passe un certain laps de temps entre le moment de la rédaction de la *fairness opinion* et l'envoi des informations permettant aux actionnaires de se faire un avis sur la décision à prendre³¹. Du coup, il est possible que les circonstances changent et que les bases sur lesquelles s'est appuyée la banque ne soient plus les mêmes. C'est pourquoi la SEC exige dorénavant que la banque mandatée par le conseil d'administration divulgue les changements de circonstances pertinents, s'il y en a, qui affectent la *fairness opinion* entre le moment de sa rédaction et celui de son envoi aux actionnaires.

Nous aimerions enfin ajouter que la NASD³² surveille de plus près les *fairness opinions* et cela à juste titre nous semble-t-il. En effet, il faut savoir que la banque à laquelle s'adresse le conseil d'administration est en principe la même banque avec laquelle la société traite toutes ses transactions, dont l'éventuelle fusion qui pourrait suivre une *fairness opinion* favorable. La banque sait donc que si au final une fusion a lieu, elle a bien des chances d'être mandatée et de toucher, en plus de ce qu'elle reçoit pour sa *fairness opinion*, une somme importante, généralement proportionnelle au montant de la transaction. Elle a donc tout intérêt à ne pas faire capoter le projet et peut être tentée de déclarer coûte que coûte que l'offre est équitable, même dans les cas limites, dans l'espoir que le contrat suivant lui soit confié. Nous recommandons dès lors de s'adresser à deux banques distinctes afin d'éviter de tels conflits d'intérêts.

³⁰ *Securities and Exchange Commission* voir la *NASD Notice to Members 04-83 - November 2004* sur le site (http://www.nasd.com/web/idcplg?IdcService=SS_GET_PAGE&ssDocName=NASDW_012249).

³¹ Ces documents envoyés aux actionnaires sont appelés « *Proxy Statement* ».

³² *National Association of Securities Dealers*.

3. La ratification comme protection ?

Un bon moyen pour le conseil d'administration de réduire les risques de plainte pour violation de ses devoirs est d'obtenir la ratification pour ces actions. Bien qu'il n'en ait pas l'obligation légale, à l'exception des cas de fusions et pour la société cible uniquement, cela peut protéger le conseil d'administration de pratiquement toutes les plaintes pour violation de ses devoirs. Mais les actionnaires gardent-ils la possibilité de recourir contre une mesure pour laquelle ils se sont prononcés au travers d'un vote ? En principe, la réponse sera négative comme en témoigne cet extrait :

“[W]here a majority of fully informed stockholders ratify action even of interested directors, an attack on the ratified transaction normally must fail.”³³

Ainsi, lorsque les administrateurs décident par exemple de s'opposer à une offre d'acquisition inamicale, ils feraient bien de se démener sur deux fronts : sur le plan légal et sur celui des relations publiques. Alors que les défenses légales lui font gagner du temps, le conseil d'administration ne peut en fin de compte gagner la bataille que s'il convainc les actionnaires que sa stratégie est la meilleure.

Cela dit, le fait que les actionnaires aient ratifié la transaction ne protège pas les autres décisions du conseil d'administration, comme par exemple le choix des mesures de défenses ou encore la façon dont la vente aux enchères a été menée, si tant est que l'approbation des actionnaires n'a pas été requise pour ces étapes.

4. Devoirs des administrateurs de la société *acquérante*

Les tribunaux du Delaware ont très tôt régulé la situation des administrateurs lorsque ceux-ci vendent la société ou résistent aux prises de contrôle. Mais ils ont rarement eu l'opportunité de s'exprimer sur les standards applicables aux administrateurs qui acquièrent une société. Ils l'ont tout de même fait à l'occasion du rachat par *McKesson* des actions de la société *HBOC*, acquisition immédiatement suivie par l'annonce d'irrégularités comptables au

³³ Voir *Technicolor*, 663 A.2d. 1176.

sein de cette dernière réduisant ainsi de cinquante pourcents la valeur boursière des sociétés combinées³⁴.

Le tribunal identifia à cette occasion quatre griefs sur lesquelles les actionnaires peuvent se baser pour poursuivre les administrateurs des sociétés acquérantes.

- Lorsque les administrateurs ont « gaspillé » en surpayant pour la société acquise,
- lorsqu'ils n'ont pas fait preuve de l'attention requise (*Duty of care*),
- lorsqu'ils ont failli à leur obligation de « surveillance » en omettant de s'assurer qu'un cadre de supervision et de reddition de compte était en place, et enfin
- dans les cas où ils manquent à leurs devoirs en omettant d'entreprendre soit la résiliation de la transaction soit la poursuite en justice des dirigeants de la société vendeuse.

Dans notre cas, le tribunal débouta le demandeur au motif notamment que les administrateurs avaient fait appel à des experts financiers, en l'occurrence *Deloitte* et *Bear Stearns*, qui leur avaient certifié que la fusion était saine tant sur le plan financier que stratégique. Cet arrêt rappelle une fois de plus le principe de la *business judgment rule*, principe protégeant les décisions des administrateurs -prises avec l'aide d'experts- du jugement *a posteriori* des tribunaux.

Section II

Vente de la société : ce que peut et ce que doit faire le conseil d'administration

Il est important de préciser, en guise de préambule, que le conseil d'administration n'a pas le devoir de négocier avec l'auteur d'une offre inamicale ni celui de vendre la société juste parce qu'il se voit offrir un *premium*. Dans l'Etat du Delaware, son devoir d'obtenir le meilleur prix pour la vente des actions n'entre en ligne de compte que si le conseil

³⁴ Voir *Ash v. McCall*, No. 17132 (Del. Ch.), (Sept. 2000).

d'administration met la société en vente. Cela étant dit, même si le conseil d'administration est en droit de résister aux offres inamicales, les exigences de *Unocal* risquent tout de même de limiter ses possibilités d'action.

Rappelons que pour le conseil d'administration la question déterminante en cas de vente d'une société est la question de savoir s'il y a changement de contrôle ou pas. Nous l'avons vu, il y a cession du contrôle en cas de vente en argent comptant de la société et lors des transactions par échange d'actions lorsque celles-ci aboutissent à une mainmise sur la société par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires détenant la majorité des voix. S'il y a changement de contrôle, les devoirs *Revlon* seront applicables et le conseil d'administration devra alors maximiser le profit des actionnaires. Cette obligation a été constamment rappelée depuis l'arrêt *Revlon* :

*“In the sale of control context, the directors must focus on one primary objective – to secure the transaction offering the best value reasonably available for the stockholders – and they must exercise their fiduciary duties to further that end.”*³⁵

Cela dit, même lorsque le conseil d'administration est sujet aux obligations *Revlon*, il n'existe pas qu'un seul moyen de s'en acquitter et le conseil d'administration dispose d'une marge de manœuvre raisonnable pour trouver le type de vente le plus à même d'engendrer un maximum de revenu pour les actionnaires. Il peut ainsi préférer utiliser une négociation poussée avec un partenaire choisi plutôt que de procéder à la mise aux enchères de la société (solution la plus fréquemment utilisée) s'il pense de bonne foi que cela est dans l'intérêt des actionnaires. Toutefois, une méthode qui ne procéderait à aucun sondage réaliste du marché, serait évidemment difficile à soutenir. Même en cours de processus de vente aux enchères, le conseil d'administration peut s'attarder sur une offre plutôt que sur une autre si de bonne foi et après avoir consulté ses conseillers il pense défendre les intérêts des actionnaires. Ce comportement est même bien vu quand il déclenche une hausse des offres concurrentes, à condition que la société continue de traiter toutes les offres sur un pied d'égalité, en particulier lorsque la décision de vendre le contrôle de la société a été prise.

³⁵ Voir *QVC*, 637 A.2d, 44.

Cette liberté laissée au conseil d'administration dans le choix de la méthode à suivre pour atteindre l'objectif *Revlon* est le fruit de la *business judgment rule* à condition toujours que les administrateurs soient désintéressés et suffisamment informés sur les autres options disponibles. La *business judgment rule* n'est donc pas incompatible avec les obligations *Revlon*. En effet, lors de la vente de la société cette règle est appliquée aux moyens alors que les leçons de *Revlon* le sont aux fins. On s'en remet donc au bon sens des administrateurs dans bon nombre de situations, même lorsqu'il s'agit de choisir entre deux offres concurrentes, le choix n'étant pas toujours aussi évident qu'il n'y paraît.

Cette section passe tout d'abord en revue quelques-unes des techniques par lesquelles le conseil d'administration peut s'acquitter de son obligation de rechercher la meilleure valeur disponible pour les actionnaires en cas de vente de la société. Nous traiterons ensuite de la possibilité, pour les administrateurs, de recourir à des comités indépendants afin d'avoir un regard plus neutre sur la transaction. Nous terminerons cette section par un chapitre sur la problématique de l'évaluation des différentes propositions faites à la société.

A. Techniques de ventes publiques

Le conseil d'administration dispose essentiellement de deux méthodes possibles pour trouver le plus offrant : la vente aux enchères et le *market check*.

1. La vente aux enchères

Dans la vente aux enchères, il est demandé à chacun des acquéreurs potentiels de faire une offre, tenue confidentielle, avant une certaine date. La société mise en vente, en général avec l'aide de sa banque d'investissement, prépare habituellement un mémorandum descriptif couplé d'une ébauche de contrat afin de le distribuer aux différents acheteurs potentiels. Avant de rendre leur offre, leurs commentaires et autres amendements au contrat, les acquéreurs intéressés sont autorisés à procéder à une étude certes limitée mais déjà plus approfondie de certains documents de la société³⁶. La vente aux enchères se déroule souvent

³⁶ Sorte de *due diligence* limitée. Voir note de bas de page n°53.

en plusieurs étapes, appelés des « *rounds* », au cours desquelles seules les offres les plus intéressantes sont retenues et il arrive fréquemment que le conseil d'administration soit simultanément en négociation avec plusieurs acheteurs potentiels jusqu'à ce qu'il fasse son choix définitif.

Cette méthode détient un avantage considérable du fait qu'elle est efficace même en présence d'un seul acheteur. En effet, l'acheteur n'a aucun moyen de savoir s'il y a d'autres acheteurs intéressés et on peut s'attendre à ce qu'il mette sa meilleure offre, en particulier lorsque la procédure de vente aux enchères n'est constituée que d'un seul tour afin de mettre encore plus la pression sur les acheteurs intéressés. D'autre part, le conseil d'administration garde la possibilité de négocier afin d'obtenir de meilleures offres. Une des tâches du conseil d'administration est de déterminer qui, parmi les acheteurs potentiels, est véritablement intéressé et qui simule un intérêt à l'achat de la société mais qui en réalité n'agit que dans l'espoir d'obtenir des informations confidentielles³⁷, comme une entreprise concurrente, par exemple.

2. Le *Market Check*

La deuxième façon de dénicher l'offre la plus avantageuse est appelée *market check*. Il y a essentiellement deux types de *market check*.

Le premier consiste à identifier les acheteurs et la meilleure offre sans se lancer dans une véritable vente aux enchères³⁸. Il est généralement fait recours à cette méthode lorsque le marché sait que la société cible se cherche un nouvel acquéreur. Avec le deuxième type de *market check*³⁹, il n'y a pas de vente aux enchères avant qu'un contrat de fusion ne soit signé. Seulement il est prévu dans le contrat que la transaction sera rendue publique afin de permettre aux autres éventuels acheteurs de faire une offre concurrente et le cas échéant, de l'emporter sur l'offre initiale.

³⁷ Les américains appellent ce comportement « *information fishing* », soit la pêche aux informations.

³⁸ « *Pre-agreement market check* ».

³⁹ « *Post-agreement market check* ».

Cette dernière solution présente l'avantage pour le vendeur qu'il est assuré de pouvoir conclure le premier contrat tout en se gardant la possibilité d'accepter des offres plus élevées. Il faut dès lors s'attendre à ce que la partie au premier contrat tente de limiter la portée du *market check* et exige de la société cible une indemnité au cas où celle-ci se départirait du contrat suite à l'apparition d'une autre offre. Ces clauses « punitives » sont appelées *break-up fees*. Pour que ce type de *market check* soit efficace il est impératif que le conseil d'administration veille à ce que les acheteurs potentiels soient conscients de la possibilité de présenter une offre, qu'ils disposent de suffisamment de temps et d'informations pour faire leur offre et enfin, qu'ils ne soient pas découragés par des *break-up fees* trop importants, car au final, c'est bien eux qui devront les payer.

Bien qu'aucune de ces deux méthodes de mise en vente de la société n'ait jamais été explicitement requise par les tribunaux de l'Etat du Delaware, elles peuvent permettre au marché de valider la décision du conseil d'administration et l'aider à accomplir son devoir d'optimisation du rendement des actionnaires.

B. L'utilisation de comités spéciaux dans la vente de la société

Lorsque le conseil d'administration est tenu par les obligations *Revlon*, le tribunal passe en revue tant la procédure suivie que le résultat atteint. Par conséquent, le conseil d'administration qui s'engage dans une transaction entraînant un changement de contrôle doit mettre en place des procédés simples afin de préserver l'intégrité de son jugement lors de l'évaluation des différentes offres qui lui seront présentées. Un point important est déjà de s'assurer que seuls les administrateurs libres de conflit d'intérêts évaluent et votent la transaction proposée.

Une première difficulté réside dans la définition à donner à l'administrateur indépendant. Pour ce faire, nous allons nous référer à la définition donnée par le conseil des investisseurs institutionnels, organisation réunissant de nombreux investisseurs, essentiellement des fonds de pension⁴⁰. Cette définition devrait au moins être appliquée, selon

⁴⁰ Council of Institutional Investors (www.cii.org/about/).

le conseil des investisseurs institutionnels, aux deux tiers des administrateurs et à la totalité des auditeurs.

“[A]n independent director is someone whose only nontrivial professional, familial or financial connection to the corporation, its chairman, CEO or any other executive officer is his or her directorship.”⁴¹

Autrement dit, il est nécessaire, pour chaque membre du conseil d'administration, que sa fonction d'administrateur soit l'unique lien le rattachant à la société. Il ne faut pas, par exemple, que l'administrateur ou l'un de ses proches, ait travaillé durant les cinq dernières années au sein de la société ou en tant qu'administrateur d'un des actionnaires importants de la société (plus de vingt pourcents). Il ne faut pas non plus qu'il ait été employé chez l'un des conseillers de la société durant les cinq dernières années ou encore qu'il possède plus de vingt pourcents de cette société de conseil. La liste est encore longue sans parvenir à être exhaustive, loin de là, tant les situations de conflits d'intérêts sont variées. Il est donc nécessaire de se demander au cas par cas et pour chacune des décisions à prendre, si l'on est en présence de conflit d'intérêts.

Si seule une minorité du conseil d'administration est entachée de conflits d'intérêts, la majorité peut agir en tant que conseil d'administration et les administrateurs intéressés devront être exclus à la fois des délibérations et du vote. A l'inverse, si la majorité des administrateurs est « corrompue », le conseil d'administration peut déléguer le pouvoir d'examiner et de négocier les termes de l'offre d'acquisition à un comité spécial d'administrateurs indépendants. Et même lorsque la majorité des administrateurs n'est pas touchée par un conflit d'intérêts, il peut être recommandé de déléguer les fonctions d'examen et de négociation à un comité spécial.

Pour autant que les actions du comité spécial respectent la *business judgment rule*, les administrateurs éviteront le fardeau de la preuve en ce qui concerne l'entière équité⁴² de la transaction pour les actionnaires. Le fardeau de la preuve sera ainsi à la charge de la partie

⁴¹ Voir l'analyse faite par le conseil sur la définition de l'administrateur indépendant (http://www.cii.org/library/correspondence/030805_sec_rules_appendix.htm).

⁴² Nous nous référons ici au standard de l'*entire fairness*, appliqué dans les situations où un conflit d'intérêts touche la majorité des administrateurs.

contestant la transaction. Cela dit, afin de pouvoir bénéficier du transfert du fardeau de la preuve, le comité spécial doit encore remplir certaines conditions. En particulier, il est indispensable qu'il soit doté d'un véritable pouvoir de négociation. A l'instar du conseil d'administration, le comité spécial doit pouvoir faire appel à des conseillers financiers et légaux indépendants, négocier avec application et à l'abri de l'influence de l'actionnaire majoritaire et enfin être en mesure de disposer de toutes les informations pertinentes.

Il est important que le comité spécial soit tout à fait au clair quant au rôle qui lui est confié. Ainsi, dans l'arrêt *MacMillan*⁴³ mettant en scène un « *management buy-out* »⁴⁴, le tribunal critiqua le comité spécial pour n'avoir ni tenter d'approcher un acquéreur définit comme hostile par la direction afin de savoir si ce dernier allait augmenter son offre ni tenter de négocier avec la direction afin d'obtenir de meilleures conditions pour son offre. Les administrateurs membres du comité spécial doivent donc être conscient que leur mission est la même que celle habituellement confiée au conseil d'administration : négocier ardemment dans le but d'obtenir la meilleure transaction possible pour les actionnaires dont ils sont désormais les représentants.

Dans l'arrêt *Lynch Communication*⁴⁵, le tribunal était persuadé que les négociations du comité spécial étaient biaisées par la menace de l'actionnaire majoritaire d'acquérir la société par une prise de contrôle inamicale à un prix bien inférieur si le comité spécial n'acceptait pas les conditions de son offre. Bien qu'au final cela ne fût pas le cas, cette décision nous montre que le comité spécial doit être conscient de son pouvoir, et dans certains cas, de son devoir de dire simplement « non ». A défaut, il risque de devoir prouver que la transaction respecte le critère l'*entire fairness*, c'est-à-dire que la transaction n'est entachée d'aucun conflit d'intérêts et qu'elle ne lèse pas les actionnaires.

La fonction première du comité spécial est de protéger les actionnaires dans les situations où les intérêts du conseil d'administration ou de certains administrateurs diffèrent sensiblement de ceux des actionnaires. Il est important de prendre chaque administrateur individuellement et de se poser la question du conflit d'intérêts. D'autre part, l'influence des

⁴³ *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*, 559 A.2d, 1286, (Del. 1989), (« *MacMillan* »).

⁴⁴ Il s'agit du rachat des actions de la société par sa direction. Une situation typique de conflit d'intérêts dans laquelle il est recommandé de faire usage d'un comité spécial.

⁴⁵ *Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc.*, 638 A.2d, 1117, (Del. 1994), (« *Lynch Communication* »).

administrateurs doit être prise en compte : un conseil d'administration constitué d'influents administrateurs indépendants ne sera pas tellement affecté par la présence d'un seul administrateur touché par un conflit d'intérêts. Dans un pareil cas, il suffit que l'administrateur intéressé se récuse de toutes les discussions touchant à la transaction en cause. L'indépendance des conseillers est évidemment aussi indispensable puisqu'ils influencent eux aussi les délibérations du conseil.

La nécessité et la composition d'un comité spécial peuvent évoluer tout au long de la transaction. En effet, la direction pourrait par exemple répondre à une offre non sollicitée en organisant et en proposant un *management buy-out*. Du coup, les administrateurs, indépendants lors de la création du comité spécial doivent s'en récuser s'ils soutiennent le *management buy-out* par la suite. Tout au long de la procédure de vente, il est ainsi impératif d'être conscient des intérêts en présence et des conflits qui pourraient en résulter. A défaut, il sera très difficile de défendre les actions du conseil d'administration devant les tribunaux.

Il convient encore de noter qu'un conflit d'intérêts direct dans la transaction en question n'est pas toujours nécessaire pour qu'un administrateur soit exclu de la négociation, il suffit que ce dernier soit redevable de quelque manière que ce soit à l'actionnaire majoritaire ou au management et il ne pourra faire partie du comité spécial⁴⁶.

Face aux exigences élevées du standard de l'*entire fairness*, les tribunaux de l'Etat du Delaware ont permis aux sociétés mères d'acquérir le reste des actions minoritaires de leurs sociétés filles sans avoir à répondre aux critères dudit standard ni à mettre en place un comité spécial malgré le conflit d'intérêt entre les administrateurs et les actionnaires des sociétés filles. Il faut pour cela que la société mère fasse une offre d'acquisition aux actionnaires minoritaires, offre suivie par une fusion simplifiée⁴⁷. Ce type de fusion n'est possible que si la société mère détient, après l'offre d'acquisition, une participation supérieure à nonante pourcents. Il est vrai que lors d'une telle offre d'acquisition, il n'existe pas d'obligation d'offrir un prix équitable puisque les actionnaires disposent de leur côté de la liberté d'accepter l'offre. Cette solution présente l'avantage d'éviter les pertes en temps et en

⁴⁶ Voir *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d.422 (Del. 1997).

⁴⁷ Voir *In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation*, 808 A.2d, 421 (Del. Ch. 2002).

argent liées au comité spécial dans les situations où la société mère est confiante qu'elle dépassera le seuil de nonante pourcents des participations.

C. L'évaluation des propositions lors des fusions et acquisitions par échange d'actions

Pour pouvoir prendre une décision quant à l'acceptation ou au rejet d'une offre, le conseil d'administration doit en premier lieu procéder à l'évaluation de sa valeur. Or cette évaluation, lors des fusions par échange d'actions, que l'on soit dans une situation de cession de contrôle ou non, peut s'avérer très complexe et cela même si l'on procède avec diligence. Le conseil d'administration doit ainsi résoudre correctement un certain nombre de problèmes lors de son estimation.

1. Valeurs à court terme et valeurs à long terme

Bien que la valeur boursière fournisse une estimation toute faite de la transaction aux actionnaires de la société, la Cour suprême de l'Etat du Delaware a estimé, dans l'arrêt *QVC* notamment⁴⁸, qu'une telle évaluation était insuffisante et en tout cas pas déterminante. Dans un contexte de cession du contrôle de la société, les administrateurs n'ont qu'un objectif : rechercher la transaction offrant la meilleure compensation raisonnablement disponible sur le marché. Or cet objectif n'est généralement pas atteint en se référant simplement au prix à la dernière clôture du marché. Cela est d'autant plus vrai que des cas comme *Enron* et *WorldCom* ont montré que les sociétés peuvent présenter des états financiers imaginaires. S'en tenir aux apparences et aux chiffres uniquement ne serait ainsi pas prudent. L'arrêt *QVC* précise encore que lorsque le conseil d'administration procède à l'évaluation de la valeur des actions proposées, il doit se baser sur la valeur à la date à laquelle les actionnaires recevront leurs actions et pas à celle de l'évaluation⁴⁹. Cette tâche est d'ordinaire effectuée avec l'aide d'experts employant les méthodes d'évaluation agréées.

Dans *TransUnion*, la Cour suprême critiqua les administrateurs pour s'être uniquement basés, lors de leur évaluation, sur le cours de bourse des sociétés impliquées. Pour

⁴⁸ Voir aussi *TransUnion*, 488 A.2d, 875.

⁴⁹ *QVC Network, Inc.*, 637 A.2d, 44.

la Cour, le point déterminant est la valeur intrinsèque de la société et de son activité. Car il faut encore que la valeur attribuée à l'action représente une information saine quant à l'évaluation de cette activité⁵⁰. Ce point fût repris dans l'arrêt *Time* où la Cour note que les administrateurs sont tout à fait autorisés à parvenir à la conclusion que la valeur boursière ne représente pas la valeur intrinsèque de la société⁵¹. L'arrêt *QVC* ajoute encore que le conseil d'administration peut tenir compte de la valeur future d'une alliance stratégique :

*“[A] board of directors is not limited to considering only the amount of cash involved, and is not required to ignore totally its view of the future value of a strategic alliance...”*⁵²

En plus du dernier cours de bourse, les administrateurs doivent aussi prendre en considération l'historique du cours de bourse et les indices économiques quant à la performance future de la société. Cela a pour conséquence que le conseil d'administration peut arriver à la conclusion que les actions d'une société dotée d'une valeur boursière moins élevées valent plus qu'un autre titre alors mieux coté. Il est bien entendu possible que l'actionnaire ne soit pas d'accord avec le conseil d'administration et qu'il rejette l'offre la moins bien cotée. L'obligation *Revlon* est donc plus souple lorsqu'il s'agit de choisir des offres en actions qu'en dollars.

Ainsi, que le conseil d'administration soit soumis au standard *Revlon* ou non, la tâche d'évaluation demande une application certaine de la part des administrateurs. Le conseil d'administration doit tenir compte des évaluations financières tout en gardant à l'esprit le potentiel de réussite de la nouvelle entité. En cas de fusion par échange d'actions, une *due diligence*⁵³ des deux sociétés est indispensable de même que l'est l'analyse détaillée des informations financières afin de prendre une décision en connaissance de cause. L'estimation des risques est aussi un aspect important puisque l'expérience nous a montré qu'il existe un risque accru à ce que la fusion ne parvienne pas à atteindre les objectifs initialement prévus

⁵⁰ *TransUnion*, 488 A.2d, 876.

⁵¹ *Time*, 571 A.2d, 1150.

⁵² *QVC Network, Inc.*, 637 A.2d, 44.

⁵³ On entend par *due diligence* le procédé visant à permettre à l'acquéreur de passer en revue les documents mis à disposition par la société cible dans le but pour ce dernier de savoir un peu mieux ce qu'il achète et éviter ainsi les mauvaises surprises.

entraînant dans un second temps une diminution de valeur pour les actionnaires. Les administrateurs seraient donc bien inspirés de prendre en compte notamment les facteurs suivants :

- L'historique du cours de bourse de l'action à recevoir
- La direction
- Les synergies et la réduction des coûts
- La liste des fusions effectuées avec succès par l'acquéreur
- La valeur de la franchise
- Les éventuels problèmes de concurrence
- Les chances que la transaction aboutisse

Prédire le cours de bourse d'un titre est toujours un exercice périlleux et aléatoire. Le conseil d'administration peut et a même intérêt à estimer ces informations au vu de l'historique du cours de bourse et il doit aussi tenter de cerner les raisons qui poussent la société à la fusion et évaluer les perspectives de la nouvelle entité. A partir du moment où des critères identiques sont appliqués à toutes les offres en présence, les administrateurs ne risquent pas de se voir soupçonner de conflit d'intérêts ni de mauvaise foi.

Si l'on ne se trouve pas dans une situation de cession du contrôle de la société, les administrateurs peuvent rechercher une transaction avec des perspectives d'avenir quant à la croissance et à la création de valeur. Pour ce faire, les administrateurs disposent d'une marge de manoeuvre substantielle puisque la Cour ne saurait se substituer à leur jugement quant à la question de savoir si une meilleure solution eût été possible.

2. Questions sociales

Lorsqu'ils ne sont pas tenus par les obligations de *Revlon*, les administrateurs peuvent prendre en considération les effets qu'aura la transaction sur toutes les parties en présence et pas seulement sur les actionnaires. Tout en agissant dans l'intérêt des actionnaires, les administrateurs sont autorisés à tenir compte de l'impact de la transaction envisagée sur la

société, ses employés, ses clients et même sur la communauté dans laquelle se situe l'entreprise⁵⁴. Bien que les conditions économiques de la transaction et les avantages que cette dernière procure aux actionnaires prévalent lors de la prise de décision par les administrateurs, ses conséquences sociales peuvent jouer un rôle important afin de réussir à rassembler deux partenaires autour d'une table de négociations. Elles doivent donc être correctement considérées par le conseil d'administration lors de son évaluation des avantages stratégiques.

La prise en compte de l'intérêt des travailleurs et des autres parties est aussi essentiel pour assurer une transition en douceur entre le moment de la signature du contrat de fusion et celui de son exécution. Il peut en effet s'agir d'une période assez longue car les fusions stratégiques soulèvent souvent de nombreuses questions, notamment de concurrence (comme par exemple dans le domaine bancaires et celui des télécommunications) et ces questions doivent être réglées avant l'exécution de la fusion. Et étant donné le risque, inhérent à ces transactions, qu'elles n'aboutissent pas, il est important que la société fasse tout ce qu'il est dans son possible pour préserver son image au cas où la fusion n'aurait pas lieu. Il ne faut donc pas qu'elle se forge une mauvaise réputation pour avoir prévu des conditions défavorables pour les travailleurs dans le contrat de fusion. Bien plus important encore, l'impact de l'annonce d'une fusion sur l'image de l'entreprise et les intérêts de la communauté locale peut avoir son importance au moment où l'acquéreur tentera d'obtenir les autorisations légales requises.

Section III

Protéger la transaction

La mise en œuvre d'accords de fusion et d'acquisition peut être passablement longue. De plus, elle requiert souvent l'approbation des actionnaires de l'une des deux sociétés concernées, facteurs qui rendent incertain l'aboutissement du projet. Afin de se prémunir contre cet aspect gênant de la transaction, la pratique a ressenti le besoin de faire

⁵⁴ Voir *Time*, 571 A.2d, 1150.

recours à des instruments contractuels qui protègent l'accord⁵⁵, assurant ainsi la bonne fin du projet. Or ces mesures de protection posent la problématique suivante : en garantissant à l'acquéreur potentiel que ni la société cible ni un tiers ne peut faire échouer la transaction, ces clauses restreignent la liberté des actionnaires en rendant prohibitif le coût d'un refus ou en décourageant les tiers de présenter une contre offre. Ces clauses de protection d'accord constituent un avantage pour la société acquérante puisque le risque d'échec de la transaction est transféré à la société acquise et elles évitent à la société d'engager pour rien des frais importants afin de négocier et de faire approuver l'opération par les actionnaires de la société cible. D'un autre côté, les actionnaires de la société acquise peuvent se voir empêchés de bénéficier d'une proposition plus intéressante. Nous avons donc d'un côté l'acquéreur potentiel qui ne veut pas être utilisé comme un moyen, un tremplin pour atteindre d'autres offres meilleures et qui désire obtenir certaines sûretés quant à la réalisation du projet, et de l'autre se trouve la société cible, qui elle, ne veut pas perdre l'opportunité de trouver des offres plus alléchantes mais qui souvent est obligée de céder du terrain sans quoi elle prend le risque de ne trouver aucun acquéreur potentiel. Il faut toutefois noter que pour la société cible qui ne cherche pas à céder le contrôle, les mesures de protection d'accord ne sont pas forcément une mauvaise chose puisqu'elles permettent de favoriser une transaction stratégique et afin d'éviter de se retrouver « *in play* », sur le marché, forcé d'accepter une transaction non désirée⁵⁶.

Ainsi, les parties à une fusion ou à une acquisition requièrent généralement une certaine forme de protection ou compensation pour le cas où une tierce partie interférerait avec la transaction initiale. Des années après la décision de la Cour suprême du Delaware dans l'arrêt *Time*, les tribunaux ont gardé la même attitude envers les divers mécanismes protecteurs dans les transactions n'impliquant pas de changement de contrôle. Ces dispositifs sont ainsi autorisés afin de protéger une fusion stratégique contre les offres concurrentes, même si certains de ces moyens ont récemment été critiqués. Si l'on a recours à ces mécanismes lors de transactions sans qu'il y ait de changement de contrôle, ceux-ci ne sont pas soumis aux critères *Revlon*, c'est sûr. Mais dans ces situations, le droit du Delaware est controversé quant au standard à appliquer à l'examen des clauses de protection d'accord. Un

⁵⁵ En anglais, les "*deal protection measures*".

⁵⁶ Cette fonction a même été reconnue comme étant une des raisons principales des mesures de protection d'accord. Voir *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1151 (Del. 1990).

courant les assimile aux mesures de défense, et les soumet aux arrêts *Unocal* et *Unitrin* et par conséquent ne les admet que si elles sont raisonnables⁵⁷. Un autre courant, assimilant ces mesures à la négociation du contrat, penche pour l'application du standard de la *business judgment rule*. Cette dernière optique, plus critiquée⁵⁸, n'a pas été retenue par la Cour suprême du Delaware dans la récente affaire *Omnicare*⁵⁹ qui estime ainsi que les clauses de protection d'accords doivent être soumises au test de l'arrêt *Unocal*.

Si on suit cette dernière jurisprudence en assimilant ces procédés à des mesures de défense et que l'on applique le test *Unocal* aux mesures protectrices, celles-ci doivent dès lors remplir une double condition pour être admises : il faut tout d'abord qu'il y ait des raisons de penser que l'offre d'une tierce partie constitue un danger pour le but de la société et ensuite que la mesure de protection soit raisonnable par rapport à la menace. En revanche, si l'on a à faire à une transaction engendrant un changement de contrôle, les dispositifs mis en place pour protéger la transaction ne seront pas interdits, comme on aurait pu le penser *a priori*, mais ils devront respecter les exigences du test *Revlon*. Pour ce faire, la condition à remplir est toujours la même, la mesure protectrice doit être mise en place dans le but de garantir la valeur la plus élevée pour les actionnaires. En effet, la jurisprudence *Revlon* elle-même souligne que ces outils peuvent servir à susciter l'intérêt d'acquéreurs potentiels⁶⁰.

De son côté, l'arrêt *Omnicare*, rendu par la Cour suprême en 2003, marque un tournant, en tout cas pour certaines des mesures de protection, tant en ce qui concerne les standards d'examen utilisés qu'au niveau de la loi. Cet arrêt rend en effet clair qu'un conseil d'administration ne peut jamais « verrouiller » totalement une transaction. Enfin, on peut noter que l'*American Law Institute* a réglementé l'usage des clauses de protection d'accord en cas de *management buy-out* en les prohibant lorsqu'elles avantagent le projet de la direction et faussent la concurrence entre les acquéreurs potentiels⁶¹.

⁵⁷ Voir à ce sujet la section I.A.2 (p.6).

⁵⁸ Voir notamment BAHAR RASHID, *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions*, Genève 2004.

⁵⁹ *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del.2003), (“*Omnicare*”).

⁶⁰ *Revlon Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁶¹ § 6.01 *Principles of Corporate Governance of the American Law Institute: Analysis and Recommendations*.

Nous allons ici présenter les principales mesures de protection d'accord soit les *stock options*, les *break-up fees*, les clauses de *no-shop* et *window-shop* avant de terminer par les *voting lock-ups*. Il faut cependant garder à l'esprit que la liste de ces mesures, qui elles-mêmes se déclinent dans d'innombrables variations, n'est pas exhaustive. Les variantes sont potentiellement infinies, limitées uniquement par l'imagination, la créativité des banquiers et avocats qui les mettent en place et finalement par le *dictat* des tribunaux. Il est nécessaire lors de l'analyse des mesures de protection d'accord de prendre en considération toutes les circonstances entourant la transaction et de ne pas uniquement analyser la mesure pour elle-même. Le niveau d'avancement de la transaction fait partie des circonstances qu'il faut avoir à l'esprit. Il est aussi important de garder à l'esprit l'impact général de toutes les mesures de protection d'accord prises ensembles sur la transaction.

A. *Stock Options et Break-Up Fees*

Les *stock options*, ou options de souscription d'actions, représentent la possibilité offerte en général aux cadres et parfois aux employés d'une société de souscrire un certain nombre d'actions de celle-ci à un prix fixe durant une période déterminée. Cela peut constituer un substantiel élément de rémunération. Dans notre cas, cette mesure permet, lorsque le cocontractant exerce ses options, d'augmenter le nombre d'actions sur le marché et ainsi de diluer la part de l'acquéreur hostile intervenu dans un second temps afin de rendre l'acquisition des actions excessivement onéreuse et de le décourager ou plus précisément afin de l'encourager à négocier avec le conseil d'administration plutôt que de tenter sa chance en s'adressant directement aux actionnaires. La société bénéficiaire des options peut se retrouver en possession d'une part importante de la société puisque les *stock options* peuvent aller jusqu'à représenter 19.9% du total des actions de la société cédante⁶².

Autre mesure couramment utilisée, les *break-up fees* sont une sorte d'indemnisation à payer à une partie en cas de résiliation du contrat de fusion. Cette indemnisation est généralement due suite à l'offre faite par une tierce partie ou d'un refus des actionnaires. Son montant se situe habituellement entre 1% et 3% de la transaction, suivant la

⁶² Ce pourcentage est le plus élevé recensé, il ne s'agit pas pour autant d'un maximum. Voir la fusion entre *Wachovia* et *First Union*.

taille de la transaction et des circonstances de fait (sommes nous à la fin ou au début de la procédure ? L'engagement des parties,...).

De tels arrangements sont couramment acceptés lorsqu'il n'y a pas de changement de contrôle. Dans *Time*, chacune des sociétés, soit Time et Warner, possédait un *stock option* sur à peu près 10% des actions de son cocontractant, *stock option* déclenché par l'intervention d'une offre concurrente. La Cour suprême de l'Etat du Delaware approuva cette mesure qui avait pour effet de protéger le contrat de fusion en s'assurant que ni Time ni Warner ne se retrouvent sur le marché, tentés par des offres concurrentes. En 2001, *Wachovia* et *First Union* utilisèrent le même mécanisme, allant même jusqu'à 19.9%. En ce qui concerne les *break-up fees*, la Cour maintint, dans l'arrêt *Brazen v. Bell Atlantic Corp.*⁶³, une indemnisation pour résiliation du contrat d'un montant de 550 millions de dollars dans le contrat de fusion. De même qu'une indemnisation similaire, mise en place en réponse à une OPA, prévue cette fois dans un contrat de fusion avec un "*white knight*"⁶⁴, fut acceptée par le tribunal qui jugea qu'un *break-up fee* de 3% sur une transaction d'un montant de 7 milliards de dollars était valable⁶⁵. En revanche, les tribunaux sont évidemment beaucoup moins tolérants avec ces dispositifs lorsque nous sommes en situation de cession de contrôle même si ils ne sont pas *per se* interdit.

B. Clauses "*No-Shop*" et "*Window-Shop*"

Une clause de « *no-shop* » dans un contrat de fusion stipule que, à l'exception de certaines situations, la société ne va pas encourager, ni rechercher, ni solliciter, ni fournir des informations et ne va pas négocier avec des tiers offrants. La clause « *window-shop* » permet quant à elle à la société cible de répondre aux offres en fournissant des informations confidentielles et en examinant certaines d'entre elles.

Tandis que l'utilisation des clauses de *no-shop* est courante dans les contrats de fusions n'engendrant pas de cession de contrôle, elle est plus rare dans les situations *Revlon*

⁶³ *Brazen v. Bell Atlantic Corp.*, 695 A.2d, 43 (Del. 1997), (« *Bell Atlantic* »).

⁶⁴ Un *White knight*, soit littéralement un chevalier blanc, est en fait une société qui s'engage à voler au secours d'une autre et à fusionner avec elle si cette dernière est menacée par une OPA.

⁶⁵ *H.F. Ahmanson & Co. v. Great Western Financial Corp.*, C.A. No. 15650, (Del. Ch.1997).

pour des raisons évidentes. Les clauses de *no-shop* sont reconnues par les tribunaux du Delaware comme étant des moyens appropriés pour éviter que la société ne sollicite des transactions alternatives. Le recours à de tels mécanismes est compréhensible, sinon nécessaire, si l'on veut encourager les transactions basées sur la bonne foi, à condition toutefois de prévoir la possibilité pour la société cible de répondre aux offres non sollicitées⁶⁶. Si l'interdiction d'un comportement actif qui a pour but de trouver une meilleure offre sur le marché est raisonnable, les trop restrictives clauses de *no-shop* risquent de se voir rejetées, n'étant pas dans l'intérêt des actionnaires. De plus, en refusant de même prendre connaissance des conditions des autres offres et en souhaitant rester ignorant afin de ne pas agir, les administrateurs doivent prendre garde à ne pas se priver contractuellement de leur aptitude à s'informer sur la valeur véritable de toutes les offres en présence. Cela dit, dans l'arrêt *Rand v. Western Airlines, Inc.*, la Cour de chancellerie du Delaware a notamment approuvé l'inclusion d'une clause de *no-shop* inconditionnelle car elle permettait au conseil d'administration de conclure avec le meilleur partenaire possible, après avoir longuement sondé le marché⁶⁷. Ce dernier point est ainsi central, car si le conseil d'administration adoptait une telle clause sans s'être informé sur l'état du marché ou dans le but de mettre fin à un processus de ventes aux enchères actif, cette clause serait alors interdite⁶⁸.

Quant aux clauses « *no-talk* », généralement contenues dans les clauses *no-shop*, en interdisant aux parties de communiquer entre elles, elles sont remises en question même dans les situations où il n'y a pas de changement de contrôle. Dans l'arrêt *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co.*, le tribunal déclara que la clause stricte de *no talk* contenue dans le contrat de fusion était dérangeante du point de vue de l'analyse du *duty of care* car précisément elle empêche le conseil d'administration de remplir son obligation de prendre une décision sur la base de toutes les informations disponibles, et cela déjà au stade de la question de savoir s'il veut négocier ou non avec une partie⁶⁹. Ainsi, même la décision de ne pas négocier avec une partie devrait être prise en connaissance de cause. Cela dit, les

⁶⁶ *ACE Ltd. v. Capital Re Corp.* 747 A.2d 95, 106 (Del. Ch. 1999).

⁶⁷ *Rand v. Western Airlines, Inc.*, C.A. No. 8632, (Del. Ch. 1994). En échange, la cour exigea l'affaiblissement des termes de la clause permettant aux parties de se départir du contrat en cas de modification des circonstances du contrat.

⁶⁸ Voir notamment *Paramount Communications Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d, 34 (Del. 1994).

⁶⁹ *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co.*, C.A. No. 17398, (Del. Ch. 1999). Cela dit, bien que dérangeante, cette clause ne fût pas annulée pour autant, le tribunal soutenant qu'il n'en résultait aucun dommage grave puisque les actionnaires pouvaient toujours voter contre la fusion en question.

circonstances sont déterminantes pour savoir comment juger une clause de *no-talk*, même stricte et dans un contexte de cession du contrôle. En effet, après six mois de recherches infructueuses, le conseil d'administration peut introduire une telle clause s'il est prévu dans le contrat que la société cible est autorisée à considérer des offres supérieures. Il n'y a pas de violation automatique des devoirs des administrateurs, il faut se pencher sur les circonstances de chaque cas d'espèce.

C. *Voting Lock-ups* de la direction et des actionnaires

En plus de toutes les mesures de protection d'accord dont on a parlé jusqu'à maintenant, l'acquéreur peut encore chercher à obtenir de la société vendeuse un engagement de la part de ses actionnaires importants (membres de la direction ou non) afin qu'ils soutiennent la transaction. L'examen de cette mesure se fera en même temps que celui des autres et lorsqu'on sera dans une situation de changement de contrôle, le tribunal tâchera de déterminer si le conseil d'administration a bien rempli ses obligations *Revlon*. Dans *Omnicare*, la Cour suprême du Delaware a interdit la fusion au motif que le conseil d'administration de la société vendeuse, en approuvant le *voting lock-up*, n'avait ensuite plus aucune possibilité de renoncer à la transaction pour accepter une offre supérieure. En agissant ainsi, les administrateurs s'empêchent d'exercer leur obligation continue qui est de négocier la vente de la société. La Cour suprême a alors estimé que lorsque le conseil d'administration n'a plus aucun moyen d'empêcher la soumission du contrat de fusion au vote des actionnaires de la société et qu'on est en présence d'un *voting lock-up* qui concerne la majorité des actionnaires, le contrat de fusion est illégal en soi, quelque soit les circonstances. D'autre part, le tribunal invoqua la violation du devoir de loyauté à l'égard des actionnaires minoritaires dans les cas où une transaction plus intéressante apparaissait.

Depuis l'arrêt *Time*, en 1989, jusqu'au printemps 2003, la plupart des praticiens ont pensé que le conseil d'administration pouvait s'engager, lorsqu'il n'y avait pas de cession du contrôle, à une fusion sans avoir à y prévoir de « *fiduciary out* », c'est-à-dire sans prévoir la possibilité de se départir en faveur d'une meilleure offre. Or d'après la jurisprudence *Omnicare*, aucun contrat de fusion ne peut être complètement « condamner » à se réaliser, sans égard aux circonstances de fait, même à la fin de la vente aux enchères ou encore sur

ordre de la majorité des actionnaires. Les contrats de fusion doivent ainsi tous être pourvus de clause de *fiduciary out*. Le point faible de cette solution radicale est qu'il sera plus difficile, pour les sociétés qui tentent de se faire racheter, de trouver des acheteurs puisque ceux-ci, même après de longues et coûteuses négociations, resteront sous la menace de l'arrivée de nouveaux offrants. Et cette épée de Damoclès risque de faire fuir plus d'un acquéreur potentiel, parfois au grand damne de ceux même que cette jurisprudence controversée⁷⁰ vise à protéger : les actionnaires de la société cible.

Dans un cas récent, la Cour de chancellerie de l'Etat du Delaware clarifia la situation quant au genre de clause de *voting lock-up* qu'un acquéreur peut exiger des actionnaires majoritaires après la jurisprudence *Omnicare*. Il s'agit de l'affaire *Orman v. Cullman*⁷¹. Dans cette affaire, la Cour se prononça sur la validité d'une clause de *voting lock-up* stipulant que l'actionnaire majoritaire devait voter en faveur de la fusion et contre toutes les autres offres pendant une durée de 18 mois après la conclusion du contrat de fusion. Elle accepta cette clause pour plusieurs raisons : tout d'abord, et surtout, le contrat prévoyait un *fiduciary out*, soit la possibilité pour le conseil d'administration d'examiner en toute bonne foi les offres supérieures alors que dans *Omnicare*, rien de tel n'était possible. Par ailleurs, les actionnaires majoritaires de la société cible se lièrent uniquement en qualité d'actionnaire et non en tant que membres du conseil d'administration, gardant ainsi la possibilité de conseiller aux autres actionnaires de voter contre la transaction initiale. Enfin, dans *Orman*, la transaction était sujette à l'approbation de la majorité des actionnaires minoritaires, alors que dans *Omnicare* cela n'était pas prévu. La Cour accepta cette clause puisque dans ce cas, les actionnaires dans le public ne votèrent la transaction que en raison de son contenu et non par obligation et aussi parce que la clause de protection d'accord ne fit pas de la transaction un fait accompli, une certitude mathématique, comme c'était le cas dans *Omnicare*.

⁷⁰ En effet, elle ne fût acceptée que par 3 voix contre 2.

⁷¹ *Orman v. Cullman*, C.A. No. 18039, (Del. Ch. 2004).

Conclusion

Etre acquis ou ne pas l'être, telle est la question, et elle mérite qu'on se la pose convenablement. En effet, la façon dont va réagir le conseil d'administration face à une offre d'acquisition va peut-être mener les actionnaires à prendre la décision la plus importante de l'histoire de la société. Face à une telle multitude de règles complexes, de standards et de conditions à remplir, on peut se demander comment doit s'y prendre un administrateur pour s'en sortir sans faux pas dans un environnement de plus en plus régulé, notamment avec le récent renforcement des règles de *corporate governance*.

Cela dit, il n'est à notre avis pas nécessaire que les administrateurs mémorisent toutes les nuances et les aspects techniques dans leurs moindres détails pour chacune des transactions. Le droit du Delaware ne requière d'ailleurs pas d'eux qu'ils soient parfaits, mais qu'ils exercent leur activité de manière réfléchie et avec le soin nécessaire. C'est ce que nous rappelle la *business judgment rule*, précepte dont l'importance ne diminue pas au fil des années, bien au contraire⁷². Ainsi, les tribunaux du Delaware ne vont-ils pas imposer aux administrateurs des nouvelles obligations malgré les recommandations de *corporate governance*. Les administrateurs qui agissent en toute bonne foi au nom de ceux qu'ils représentent bénéficient de marge de manœuvre importante dans leurs efforts pour maximiser l'investissement des actionnaires.

Les temps changent peut-être, mais les devoirs des administrateurs, eux, ne changent pas. Bien sûr, de nouveaux idéaux de *best practices* seront prônés, mais ces derniers, s'ils devenaient obligatoires risqueraient de rendre le droit coutumier du Delaware plus rigide, prisonnier de définitions étroites et autres formules, dangereuses parce qu'inadéquates pour juger l'infinie variété des comportements humains. Les administrateurs ne doivent pas se laisser perdre par les sophistications, les détails, mais doivent user de leur flair et se comporter en gardiens du bon sens. Dans un univers trop réglementé, les décisions des administrateurs ne seraient alors prises que dans le but de minimiser les risques et non de maximiser les

⁷² Voir le tout récent *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, C.A. No. 15452, (Del. Ch. 2005).

revenus, faisant perdre aux sociétés américaines leur côté entreprenant, innovateur, créateur de valeur, au détriment même des actionnaires et de la société en général.

Toutefois, si le droit des fusions et acquisitions de l'Etat du Delaware n'appelle à notre avis pas à plus de réglementation, ce droit, qui nous semblait à première vue avoir des principes simples et clairs, nous paraît en définitive passablement tirailé. Tirailé en effet car il ne se décide pas sur la façon dont il entend traiter les sociétés anonymes: s'agit-il d'entreprises ou de propriétés ? Autrement dit, il y a selon nous une tension entre la vision de la société comme une entreprise avec son but et ses objectifs, défendus par les dirigeants, et la vision de la société comme une propriété en main des actionnaires, propriété s'accompagnant du droit de vendre à qui bon leur semble. Cette tension est parfaitement illustrée par les théories contradictoires émanant de la doctrine et des juges. En effet, d'un côté, ces théories obligent les administrateurs à tout mettre en œuvre afin d'obtenir la meilleure offre possible lorsqu'ils décident de vendre la société et de l'autre, elles autorisent ces mêmes administrateurs à invoquer le but de la société pour balayer, sans autre forme de procès, des offres plus alléchantes dans des circonstances en fin de compte pas si différentes. Aujourd'hui, ces deux visions se cohabitent et cela engendre un climat d'incertitude juridique, nous semble-t-il. Les partisans du pouvoir des dirigeants de la société sont bien en place mais les syndicats d'actionnaires se font de plus en plus virulents. Le droit des sociétés du Delaware va-t-il finalement se décider ?

En attendant que les juges choisissent leur camp, on s'en tiendra à Bryon F. Egan⁷³, expert en fusions et acquisitions, pour qui, quelque soit la situation, la problématique est simple :

“[T]here's just one central question directors need to ask themselves: Have I gotten the very best deal possible for the shareholders? Answer that adequately and you've won more than half the battle.”

⁷³ Byron F. Egan est expert en fusion et acquisition au sein de l'étude JACKSON WALKER, au Texas. Citation prise de l'article “ *Strategies to Survive the Merger Mania*”.

BIBLIOGRAPHIE :

"Actionnaires et OPA", HENRY PETER, in : *La société anonyme dans ces rapports avec ces actionnaires*, CEDIDAC 2001

"Corporate Policy and the Coherence of Delaware Law", RICHARD E. KIHLMSTROM & EDWARD B. ROCK., 152 n°2 U. PENN. L. REV, p. 525, 2003

"Delaware Chancellor's Opinion in the Disney/Ovitz Case confirms that the Business Judgment Rule is Alive and Well", article écrit par M. LIPTON, T.N. MIRVIS et P.K. ROWE, août 2005

"Delaware Court Reviews Directors' Duties in Approving Acquisitions", article écrit par P.K. ROWE, septembre 2000

"Director Primary: the Means and Ends of Corporate Governance", STEPHEN M. BAINBRIDGE, 97 NW. U. L. REV. 547, 2003

"Director's Fiduciary Duties in Takeovers and Mergers", Sections adaptées et mises à jour de « Takeover Defense », sixième édition, ARTHUR FLEISCHER, Jr., ALEXANDER R. SUSSMAN, janvier 2004

"Fiduciary Duties in Negotiated Acquisitions", WILLIAM MITCHELL *Law Review* - Vol. 27, No. 4, 1999

"Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law", WILLIAM T. ALLEN, JACK B. JACOBS & LEO E. STRINE, Jr., 56 *Bus. Law*, 2001

"Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions", thèse écrite par RASHID BAHAR, Genève, 2004

"Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations", écrit par l'*American Law Institute*, 1994

"Strategies to Survive the Merger Mania", article paru dans le *Boardmember Magazine*, "Special Legal Issue 2005", LISA FERRI, 2005

"Takeover Bids in the Target's Boardroom" article écrit par MARTIN LIPTON,, 35 *BUS.LAW*, 1979

"Takeover Law and Practice 2005", rapport rédigé par l'étude WATCHELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, avril 2005

"The Case of the Poison Pill", article paru dans l'*Economist*, décembre 2004

"Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice", JENNIFER ARLEN & ERIC TALLEY, 152 n°2 *U. PENN. L. REV.*, p. 577, 2003

JURISPRUDENCE CITEE:

ACE Ltd. v. Capital Re Corp. 747 A.2d 95, 106 (Del. Ch. 1999)

Ash v. McCall, No. 17132, (Del. Ch. 2000)

Brazen v. Bell Atlantic Corp., 695 A.2d, 43 (Del. 1997)

Cede & Co. v. Technicolor, Inc. 634 A.2d. 345, 360-361 (Del. 1993)

Cinerama v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1134, 1154 (Del. Ch. 1994)

H.F Ahmanson & Co. v. Great Western Financial Corp., C.A. No. 15650 (Del. Ch.1997)

In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation, 808 A.2d, 421 (Del. Ch. 2002)

In re The Walt Disney Company Derivative Litigation, C.A. No. 15452 (Del. Ch. 2005)

Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc., 638 A.2d, 1117 (Del.1994)

Kahn v. Tremont Corp., 694 A.2d, 422 (Del. 1997)

Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc., 559 A.2d, 1286 (Del. 1989)

Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del.2003)

Orman v. Cullman, C.A. No. 18039, (Del. Ch. 2004)

Paramount Communications Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d, 46 (Del. 1994)

Paramount Communications Inc. v. Time, Inc. 571 A.2d 1140 (Del.1990)

Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co., C.A. No. 17398 (Del. Ch. 1999)

Rand v. Western Airlines, Inc., C.A. No. 8632, (Del. Ch.1994)

Revlon Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)

Smith v. Van Gordon, 488 A.2d 858, 874 (Del. 1985)

Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp. 561 A.2d 1361 (Del. 1995)

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)

SITES INTERNET CITES:

<http://courts.delaware.gov>

<http://www.cii.org>

<http://www.lexisone.com>

<http://www.nasd.com>

<http://www.thomson.com/financial>