

ACTES PRATIQUES

ET INGÉNIERIE SOCIÉTAIRE

CONSEILLERS ÉDITORIAUX :
Jean-Jacques DAIGRE
et Sophie SCHILLER

N° 130
JUILLET- AÔUT 2013
BIMESTRIEL - ISSN 1285-4379

DOSSIER

Le retrait de la cote



Sophie
SCHILLER,
*professeur à l'université
Paris-Dauphine*



Maurice
NUSSEMBAUM,
*professeur de finance
à l'université
Paris-Dauphine*



Muriel
GOLDBERG-DARMON,
avocat associé, Dentons



Guillaume
GUÉRIN,
avocat, Dentons

L'augmentation des contraintes d'information et la crise financière expliquent la multiplication des retraits de cote ces dernières années. Par ailleurs, un jugement récent du tribunal de commerce de Paris a permis d'établir que la radiation constitue une mesure autonome. Cette double évolution justifie de lui consacrer un dossier, d'autant plus que le retrait fait l'objet de beaucoup moins d'attention de la part des auteurs que l'introduction en bourse. (p. 3)

Idée nouvelle

La présence des salariés dans les conseils d'administration : une avancée pour la gouvernance des entreprises

par Jean-Michel CLÉMENT, député, rapporteur pour avis de la Commission des lois sur l'article 5 (p.1)

Le point sur

Pactes d'associés : quelle alternative à la règle de modification à l'unanimité ?

par Philippe BEAUREGARD, avocat associé, Brunswick Société d'avocats et Céline LEPARMENTIER, Magalie MODRZYK, avocats, Brunswick Société d'avocats (p. 20)

Actes Pratiques & ingénierie sociétaire

Offre d'abonnement

A renvoyer par  **Courrier** : LexisNexis - Relation client
141, rue de Javel - 75747 Paris cedex 15
ou par  **Fax** : 01 45 58 94 00
Commande sur internet : <http://boutique.lexisnexus.fr/>

ABONNEMENT

OUI, Je m'abonne à la revue pour toute l'année 2013
(6 numéros par an + tables annuelles) au prix de 367,56 €^{TTC*}.

Je recevrai donc également les numéros déjà parus depuis le début de l'année.

Je m'abonne à partir du mois en cours au coût
mensuel de 30,63 €^{TTC*}.

Je ne recevrai que les prochains numéros à paraître jusqu'à la fin de l'année.

ACHAT AU NUMÉRO

Je commande le numéro paru de la revue : N° ____, Année ____

Je souhaite ____ exemplaire(s) au prix unitaire de 91,89 €^{TTC*}.

RELIURES

Je commande la reliure permettant de conserver 3 années
de la revue.

Je souhaite ____ reliure(s) au prix unitaire de 24,27 €^{TTC*}.



Votre numéro d'abonné LexisNexis

M.LLLE M.ME M. NOM/PRÉNOM

SOCIÉTÉ/ÉTABLISSEMENT

ADRESSE

CODE POSTAL

VILLE

TÉL

FAX

E-MAIL

NAF

SIRET

DATE/CACHET ET SIGNATURE

12SD180-RAP

Tarifs valables en France métropolitaine jusqu'au 31/12/2013. DOM-TOM et étranger : abonnement annuel 2013 : 388,80 €^{HT}, prix au numéro : 99,00 €^{HT}, reliure : 25,30 €^{HT} * TVA : 2,1% sur la revue, 5,5% sur la reliure.

Sauf avis contraire de votre part avant le 1^{er} décembre, les abonnements LexisNexis se renouvellent par tacite reconduction d'année en année. Les conditions générales de vente et d'abonnement sont disponibles sur le site : www.lexisnexus.fr. Conformément à la législation, vous disposez d'un droit d'accès et de rectification pour toute information vous concernant. Ces informations sont à destination de notre fichier prospects/clients et à des fins de prospection commerciale. 552 029 431 RCS Paris.

 **0 821 200 700**

0,112€ puis 0,09€/min à partir d'un poste fixe

Ce numéro comporte un encart jeté pour « Solution fiscale » et un autre pour « Mélanges en l'honneur du professeur Jacquet »

© LexisNexis SA 2013

Cette œuvre est protégée par les dispositions du Code de la propriété intellectuelle, notamment par celles de ses dispositions relatives à la propriété littéraire et artistique et aux droits d'auteur. Ces droits sont la propriété exclusive de LexisNexis SA. Toute reproduction intégrale ou partielle, par quelque moyen que ce soit, non autorisée par LexisNexis SA ou ses ayants droit, est strictement interdite. LexisNexis SA se réserve notamment tous droits au titre de la reproduction par reprographie destinée à réaliser des copies de la présente œuvre sous quelque forme que ce soit aux fins de vente, de location, de publicité, de promotion ou de toute autre utilisation commerciale conformément aux dispositions de l'article L. 122-10 du Code de la propriété intellectuelle relatives à la gestion collective du droit de reproduction par reprographie.

Avertissement de l'éditeur : " Toute utilisation ou traitement automatisé, par des tiers, de données personnelles pouvant figurer dans cette revue sont formellement interdits ".

Commission paritaire : 0513 T 78119 - Evoluprint, Parc Industriel Euronord, 10, rue du Parc, 31150 Bruguères - Dépôt légal 1^{er} trimestre 2011 - N° Impr. 5228 - N° Éd. 5189 - Le Directeur de la publication : Philippe Carillon

Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire

REVUE BIMESTRIELLE DU JURISCLASSEUR

Président-Directeur général,
Directeur de la publication :
Philippe Carillon

Directeur éditorial :
Guillaume Deroubaix
guillaume.deroubaix@lexisnexus.fr

Conseillers éditoriaux :
Pr. Jean-Jacques Daigre
Pr. Sophie Schiller

Comité de rédaction :
Didier Martin
Régis Foy
Thomas Forschbach
Michel Edel
Bertrand Bréhier
Pr. Michel Germain
Erik Le Dolley

Pr. Hervé Le Nabasque
Pr. Renaud Mortier

Rédacteur en chef :
Catherine Dombrowski
Tél. : 01 45 58 90 20
catherine.dombrowski@lexisnexus.fr

Secrétaire d'édition :
Isabelle Adam Sadki
Tél. : 01 45 58 92 51
isabelle.adam@lexisnexus.fr

Publicité : IM Régie, Caroline Spire
23, rue Faidherbe - 75011 Paris
Tél. : 01 40 24 13 35
c.spire@impub.fr

Abonnement annuel 2013
France métropolitaine : 367,56 € TTC
Dom-Tom et Étranger : 388,80 € HT
www.lexisnexus.fr
Tél. : 0 821 200 700
0,112 € puis 0,09 €/min à partir d'un poste fixe

LexisNexis SA
SA au capital de 1 584 800
552 029 431 RCS Paris
Principal associé :
Reed Elsevier France SA
Siège social :
141, rue de Javel
75747 Paris Cedex 15

Commission paritaire n° 0513 T 78119
N° Impr. 5228
N° Éd. 5189
Dépôt légal à parution



4 La présence des salariés dans les conseils d'administration : une avancée pour la gouvernance des entreprises



Jean-Michel CLÉMENT,
député,
rapporteur pour avis de la Commission
des lois sur l'article 5

Rapporteur pour avis de la Commission des lois, j'ai eu l'occasion de m'intéresser plus particulièrement à l'article 5 de la loi du 26 mars 2013, celui qui traite de la participation des salariés à la gouvernance des entreprises.

Pour ce faire, j'ai noué contact avec la plupart des parties prenantes à la négociation qui a abouti, le 11 janvier 2013, à la conclusion de l'accord national interprofessionnel (ANI) dans lequel le projet de loi puise en partie ses origines : les représentants des organisations représentatives des employeurs – MEDEF et CGPME – et des salariés – CFTD, CFTC et CFE-CGC – signataires de l'accord, mais également ceux des syndicats qui, comme la CGT et Force ouvrière, ont exprimé leur opposition aux résultats de cette négociation.

Cette thématique ne m'était pas étrangère. Nous avons eu l'occasion dans le cadre de la mission d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, de souligner l'importance d'une meilleure association des salariés au processus décisionnel, afin de rendre nos entreprises plus compétitives. Dans cette optique, la proposition n° 10 du rapport préconisait d'« instaurer, par la loi, une représentation obligatoire des salariés non actionnaires, avec voix délibérative, au sein des conseils d'administration et de surveillance des entreprises de plus de 5 000 salariés, y compris, dans les comités spécialisés de ces conseils » et fixait à deux le nombre de ces représentants.

L'examen du projet de loi nous donnait l'occasion de passer de la théorie à la pratique, en apportant une réponse concrète à un besoin que d'aucuns jugent essentiel.

Dans les deux cas, j'ai pu mesurer, que ce qui peut s'apparenter à un premier pas vers une cogestion, n'était pas de la même manière appréhendé par les organisations syndicales de sala-

riés. D'aucuns souhaitant s'impliquer dans les organes de gouvernance, et pas seulement pour les grandes entreprises, quand d'autres restaient camper sur des positions plus traditionnelles. Comme si participer à la gouvernance affaiblissait la défense du monde salarié ! Le clivage étant celui qui se dégageait au terme de la signature de l'accord.

Relevons pourtant, que les auditions préparatoires ont pu démontrer, que les mêmes qui s'opposaient au principe se sont inscrits dans l'écriture du projet de loi, pour qu'une fois désignés, les représentants puissent assumer pleinement leur rôle.

Je pense à la formation préalable et continue, à la distinction des fonctions de représentants au comité d'entreprise et de membres des conseils d'administration.

Je sais par expérience pour siéger dans des conseils de surveillance de sociétés d'économie mixte par exemple, que les administrateurs salariés peuvent tout à fait mettre en lumière des problèmes cruciaux pour l'entreprise, que d'autres n'auraient pas saisis aussi précocement.

Cet article 5 offre un dispositif sur lequel nous pouvons nous appuyer afin de franchir une nouvelle étape importante dans l'affirmation du droit des salariés à prendre leur juste place dans la gestion des grandes entreprises. Il crée pour celles-ci l'obligation légale d'assurer la participation aux conseils d'administration ou de surveillance d'un ou de deux administrateurs élus ou désignés par les salariés. L'obligation vaut pour les entreprises qui remplissent un critère d'effectifs – elles doivent employer 5 000 salariés permanents dans la société et ses filiales directes ou indirectes situées sur le territoire français, ou au moins 10 000 salariés permanents dans la société et ses filiales directes situées sur le territoire français ou à l'étranger –, un critère relatif à la localisation du siège social sur le territoire français et un critère formel, qui concerne les entreprises tenues de mettre en place un comité d'entreprise, dès lors que leurs effectifs dépassent cinquante salariés permanents.

Au terme d'un délai de vingt-six mois à compter de la publication de la loi, les entreprises entrant dans son champ d'application devront ainsi accorder un ou deux sièges à des administrateurs élus ou désignés par les salariés, suivant que le conseil d'administration ou de surveillance compte moins ou plus de douze administrateurs. Ces administrateurs nouveaux disposeront d'un statut de plein exercice vis-à-vis de leurs homologues désignés par l'assemblée générale. Leur mandat sera de six ans renouvelable ; ils pourront participer pleinement aux décisions des conseils avec voix délibérative ; ils assumeront les mêmes obligations, notamment celle de préserver la confidentialité des informations dont ils pourraient prendre connaissance dans le cadre de ces enceintes.

→ Suite page 2

Devant nécessairement posséder un contrat de travail avec une société ou ses filiales directes ou indirectes, ils bénéficieront des mêmes protections que les administrateurs salariés siégeant déjà dans les conseils d'administration ou de surveillance, en ce qui concerne la révocation de leur mandat d'administrateur, la rupture de leur contrat de travail ou le niveau de leur rémunération. Du reste, comme dans le cadre actuellement applicable aux administrateurs représentant les salariés, leur mandat sera incompatible avec celui de membre du comité d'entreprise, de membre du comité d'hygiène, de sécurité, et des conditions de travail (CHSCT), ou de délégué syndical.

L'article 5 ne remet pas en cause les dispositifs qui permettent déjà d'assurer la présence de tels administrateurs aux conseils d'administration ou de surveillance. Le texte maintient en effet l'application des dispositifs établis par la loi du 26 juillet 1983 relative à la démocratisation du secteur public, par la loi du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations ou encore par l'article L. 225-27 du Code de commerce. La loi ne s'applique pas enfin, dès lors que les conditions de participation des administrateurs élus par les salariés sont plus favorables en application de ces dispositifs particuliers.

En ce sens, l'article 5 me paraît respecter scrupuleusement les termes de l'accord auxquels sont parvenus les signataires de l'accord national interprofessionnel du 11 janvier 2013. Cependant, il ne se réduit pas à une simple transposition, puisqu'il tire au plan législatif les conséquences nécessaires pour mettre en œuvre un accord qui a d'abord pour vocation d'affirmer de grands principes et des objectifs généraux.

Ainsi, il précise les conditions d'élection ou de désignation des administrateurs représentant les salariés. Tout en reprenant des règles assez classiques en cas d'élection, il renouvelle sensiblement les conditions de leur représentation. D'une part, il prévoit des procédures distinctes de l'élection, qui font intervenir les organisations syndicales ainsi que les

institutions représentatives du personnel, y compris dans le cadre de sociétés européennes. Il appartiendra aux entreprises d'user de la liberté que leur reconnaît la loi par une modification de leurs statuts et de choisir la procédure la plus adaptée parmi celles que propose la loi. D'autre part, l'article 5 fixe les conditions du remplacement de ces administrateurs en des termes qui paraissent de nature à assurer la continuité de la participation des salariés aux organes de gouvernance des grandes entreprises.

Enfin, il organise les conditions de l'entrée en vigueur du nouveau dispositif. À cet effet, il fixe une échéance : « le premier jour du vingt-sixième mois suivant la publication de la loi », et prévoit, en « régime de croisière », un délai et des modalités destinées à inciter ou à conduire les entreprises à se conformer à leurs obligations.

Cette loi constitue un véritable levier, non seulement pour développer la participation des salariés à la gouvernance des grandes entreprises, mais aussi pour favoriser la rénovation du dialogue social que notre pays attend et qu'a esquissée la grande conférence sociale des 9 et 10 juillet 2012.

La critique selon laquelle, le seuil de participation est trop élevé et restreint à quelques 230 entreprises l'application du texte, doit être entendue.

De la même manière que certaines organisations syndicales se sont montrées réticentes, le patronat a souhaité un cantonnement de la participation des salariés à la gouvernance des grandes entreprises. Pour cacher une vieille posture française, qu'une ambition renouvelée du dialogue social doit nous conduire pourtant à terme à étendre à toutes les entreprises de taille intermédiaire. Celles qui y recourent statutairement s'en félicitent. Il est temps que les salariés aiment leur entreprise, comme il est temps que les entreprises reconnaissent les salariés, comme la première de leurs richesses. Puisse cet article 5 ouvrir une nouvelle page de la gouvernance de toutes les entreprises.

4 Le retrait de la cote



Sophie SCHILLER,

*agrégée des Facultés de Droit,
professeur à l'université Paris-Dauphine,
membre de l'Institut Droit Dauphine*



Muriel GOLDBERG-DARMON,

*docteur en Droit,
avocat associé, Dentons,
expert du Club des juristes*



Guillaume GUÉRIN,

avocat, Dentons



Maurice NUSSEMBAUM,

*professeur de finance à l'université Paris-Dauphine,
expert financier agréé par la Cour de cassation,
expert du Club des Juristes*



Guillaume de Fenoyl
Yvon GATTAZ,

*président de l'ASMEP-ETI,
syndicat des Entreprises de taille intermédiaire*



Colette NEUVILLE,

*juriste, économiste,
présidente de l'ADAM, l'association de défense
des actionnaires minoritaires*



Marine LAUFER-TOURTE,

*consultante chez Ytae,
société de conseil spécialisée dans la transformation
des grandes entreprises et la conduite du changement*

1. - LE RETRAIT OBLIGATOIRE

- A. - Le point de vue de l'émetteur par Marine Laufer-Tourte
- B. - La procédure de retrait obligatoire
 - 1° Le seuil de mise en œuvre du retrait obligatoire
 - 2° L'in vraisemblable impossibilité de sortir de Bourse par Yvon Gattaz
 - 3° Le champ d'application du retrait obligatoire
 - 4° L'offre publique préalable au retrait obligatoire
 - 5° L'expertise indépendante par Maurice Nussembaum
- C. - Les recours contre la décision de conformité de l'AMF
- D. - Le point de vue des minoritaires sur le retrait obligatoire par Colette Neuville
- E. - Le risque de manquement d'initié

2. - LA RADIATION NE RÉSULTANT PAS D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

- A. - La procédure de retrait ordonné pour les cotations secondaires

- B. - La radiation en cas de liquidité inférieure à 5 %
- C. - La radiation d'Euronext Paris du fait d'un transfert sur Alternext Paris
 - 1° Les conditions du transfert
 - 2° La procédure d'information du public et de consultation des actionnaires
 - 3° La procédure vis-à-vis d'Euronext

3. - LA SORTIE DU MARCHÉ LIBRE

- A. - Les cas de retrait du Marché Libre
- B. - La procédure de retrait des négociations
 - 1° Les conditions préalables
 - 2° Les modalités de mise en œuvre de l'offre de rachat

4. - ANNEXES

Le retrait de la cote correspond juridiquement à la radiation d'un instrument financier sur un marché. Jusqu'au 1^{er} avril 2009, cette opération était rare, car dépourvue d'intérêt direct pour la société émettrice qui restait soumise à la plupart des contraintes liées à son ancienne cotation, en matière d'information du public notamment, tant qu'elle n'était pas en mesure de démontrer qu'elle avait cessé de faire appel public à l'épargne, c'est-à-dire que son actionnariat comprenait moins de cent personnes. Désormais, il suffit à la société cotée de procéder à sa radiation pour échapper aux contraintes spécifiques liées à l'inscription sur un marché. La mesure prend ainsi tout son intérêt économique et un jugement récent a permis d'établir qu'il s'agit d'une mesure autonome¹. Cette double évolution justifie de lui consacrer un dossier, d'autant plus que le retrait fait l'objet de beaucoup moins d'attention de la part des auteurs que l'introduction en bourse.

Introduction

1 - **Intérêts en présence difficiles à concilier.** – La radiation est l'occasion de confronter plusieurs intérêts en présence qui peuvent être contradictoires. Les entreprises émettrices souhaitent parfois quitter un marché dont les inconvénients et les coûts ne sont plus justifiés par leurs besoins de financement. Le marché ne peut fonctionner que s'il propose des instruments offrant une liquidité satisfaisante et s'il attire de nouveaux émetteurs, ce qui suppose que ces derniers puissent aussi en sortir pour éviter l'application de l'adage selon lequel « lorsqu'on bouche un tuyau à la sortie, il se bouche à l'entrée »². Un auteur rappelait récemment très justement que « la cote ne doit pas être une prison, sauf à dissuader de nombreuses sociétés d'y entrer »³. Comme les entreprises émettrices, le marché a donc intérêt à faciliter les retraits. Enfin, les investisseurs sont partagés face à cette opération. Les minoritaires peuvent craindre de perdre le bénéfice d'un marché organisé, d'une information transparente et d'une protection contre les abus de marché, alors que les majoritaires ont moins besoin de ces protections et bénéficient plus directement et plus fortement des avantages économiques que la société peut tirer du retrait. Afin de mieux percevoir ces diverses positions, le dossier donne la parole aux différents intervenants et il présente le point de vue des émetteurs, ainsi que des actionnaires, tant majoritaires que minoritaires face à l'opération.

2 - **Sources juridiques du régime.** – Le régime applicable au retrait de cote tente de concilier ces différents intérêts. Il fait l'objet de peu de dispositions législatives qui renvoient pour l'essentiel aux « règles du marché » (C. monét. fin., art. L. 421-15, II) ou au « règlement général de l'autorité de marché » (C. monét. fin., art. L. 433-4, I). Selon les termes employés par les magistrats consulaires parisiens le 14 décembre 2012, « pour exercer son activité relative à l'organisation et au fonctionnement du marché réglementé, l'entreprise de marché dispose d'un « pouvoir réglementaire de droit privé » pour le fonctionnement du marché qui lui permet d'édicter, de modifier et d'appliquer des règles permettant d'assurer le bon fonctionnement du marché »⁴. Non seulement l'entreprise de marché édicte les règles, mais elle se fait conférer par ces dispositions un large pouvoir de décision pour déterminer les réelles possibilités de se retirer de la cote. L'article L. 421-15 du Code monétaire et financier énonce que la radiation d'un instrument financier « peut être décidée par l'entreprise de marché lorsqu'il ne remplit plus les conditions d'admission » ce qui a permis d'introduire un article 6905/1 des règles de marché harmonisées d'Euronext Paris qui prévoit que « Euronext peut radier les

titres admis sur ces marchés dans les circonstances suivantes... ».

Les autorités de marché ont ainsi la possibilité d'apprécier l'opportunité d'un retrait de cote et elles disposent également, avec les juges, d'une large marge de manœuvre supplémentaire grâce à leur rôle d'interprétation des notions souvent floues employées par ces dispositions. Ainsi, le jugement du 14 décembre 2012 a pu préciser le contenu de la notion de flottant, clef sur ces questions, susceptible de nombreuses interprétations et si peu définie par les différents textes. Selon ces dispositions et leur interprétation jurisprudentielle, il apparaît que la demande de retrait de cote peut avoir quatre origines distinctes.

3 - **Radiation initiée par l'émetteur.** – Lorsque la demande de retrait est initiée par l'émetteur, en théorie, l'entreprise de marché n'est alors pas obligée de la réaliser, mais un auteur souligne qu'en pratique, elle est « obligée d'y donner une suite positive, dès lors que les raisons présentées par l'émetteur sont légitimes. La meilleure preuve de ce que l'entreprise de marché saisie d'une demande de radiation ne peut pas la refuser, c'est que l'article 6906 des règles de marché harmonisées d'Euronext Paris relatif au recours éventuel (appel) d'un émetteur à l'encontre d'une décision d'Euronext Paris en matière de radiation n'envisage pas cette hypothèse (seule l'action en justice contre une décision de radiation y est mentionnée) »⁵. Plusieurs motivations peuvent expliquer la décision de l'émetteur⁶ :

- L'émetteur peut fuir les nombreuses contraintes et coûts liés à l'inscription sur un marché. Aujourd'hui, le développement de la transparence entraîne une multiplication des obligations d'information non seulement financière mais également extra financière en matière de RSE, gouvernance, diversité etc. Pour celui qui doit les respecter, toutes ces contraintes génèrent des coûts qui croissent à chaque nouvelle disposition. Les dépenses peuvent alors se révéler disproportionnées par rapport aux perspectives de financement que l'émetteur pourra espérer grâce au marché, la disproportion étant particulièrement forte en temps de crise où la faculté de lever des fonds dans des conditions optimales se révèle parfois illusoire.

L'augmentation des contraintes et donc des coûts de la cotation conjuguée avec la difficulté de lever des fonds est propice au développement des décisions de retrait de la cote et, depuis cinq ans, les entrées ne couvrent plus toujours les sorties de la bourse⁷.

- L'émetteur peut également être motivé par une volonté de se recentrer sur un autre marché, soit pour passer d'un de nos marchés nationaux à l'autre (d'Euronext vers Alternext), soit pour se limiter à un marché étranger, en particulier s'il s'agit d'une société étrangère qui décide de se restreindre à son marché domestique ou de réduire ses lignes de cotation jugées trop nombreuses.

1. T. com. Paris, 7^e ch., 14 déc. 2012, n° 2011031755, SA Radial c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim : Bull. Joly Bourse 2013, § 72, p. 192, note J.-J. Daigre. – Sur cette décision, V. infra n° 79 et s.

2. Y. Gattaz, L'in vraisemblable impossibilité de sortir de bourse, V. infra n° 15 à 17.

3. J.-J. Daigre note sous T. com. Paris, 7^e ch., 14 déc. 2012, n° 2011031755, SA Radial c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim, préc.

4. T. com. Paris, 7^e ch., 14 déc. 2012, n° 2011031755, SA Radial c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim, préc.

5. F. Martin Laprade, Admission sur Euronext Paris et radiation : Rep. sociétés Dalloz, n° 108.

6. V. infra n° 7 et s.

7. Pour les PME, V. K. Gabai, La Bourse de l'entreprise ou Bourse des PME : Bull. Joly Bourse 2013, § 56, p. 146.

De façon générale, selon les termes de l'AMF, « la radiation semble ainsi une caractéristique structurelle du marché. Cette disparition régulière d'entreprises de la cote peut être rapprochée du principe de « *destruction créatrice* » définie par Schumpeter et inhérent au système capitaliste : dans un premier temps, l'entreprise nouvellement créée connaît une phase de développement, durant laquelle elle s'introduit en bourse ; puis son marché arrive à maturité et devient très concurrentiel, l'entreprise pouvant alors être rachetée, voire même disparaître, et donc, dans les deux cas, être radiée de la cote. D'autres facteurs explicatifs peuvent néanmoins être avancés pour justifier la radiation. On peut ainsi notamment imaginer, à l'opposé de la perspective évolutionniste, que celle-ci ne résulte pas d'une dynamique concurrentielle mais d'un choix délibéré de l'entreprise pour des raisons d'ordre stratégique (réorganisation du groupe auquel l'entreprise appartient, refus de diffuser l'information à ses concurrents, etc.) ou du fait de l'imperfection du marché (manque de liquidité du titre, coûts générés par la cotation, etc.) »⁸.

4 - Radiation initiée par l'actionnaire majoritaire. – La radiation prend alors la forme d'une procédure de retrait obligatoire qui permet à un ou plusieurs actionnaires totalisant plus de 95 % du capital et des droits de vote d'exproprier les minoritaires restants. Lorsque cette procédure a été respectée dans toute sa rigueur et sa complexité, l'entreprise de marché est alors tenue de prononcer la radiation des titres concernés. L'actionnaire majoritaire prend parfois sa décision pour défendre l'intérêt social, étant plus que les autres actionnaires à la fois bénéficiaire de la prospérité de l'entreprise et touché par ses difficultés. Ses motivations rejoignent alors celles exposées lorsque la radiation est à l'initiative de l'émetteur. Au-delà de ces motivations communes à l'entreprise, l'actionnaire majoritaire peut poursuivre d'autres intérêts, spécifiques à l'actionnariat. Il souhaite se retirer de la cote soit pour devenir actionnaire unique afin de bénéficier d'une toute-puissance et de certaines prérogatives fiscales, soit pour se débarrasser d'actionnaires minoritaires voire ultra minoritaires, qui n'entretiennent plus aucune relation avec l'émetteur, parce qu'ils n'ont pas veillé à communiquer leurs coordonnées, préalable indispensable au maintien des relations, ou parce qu'ils ont même oublié leur qualité d'actionnaire.

5 - Radiations sanctions. – La radiation peut avoir une troisième et quatrième origine et être décidée spontanément par l'entreprise de marché sur sa propre initiative ou à la suite d'une requête du président de l'AMF. Il s'agit dans les deux cas de sanctions qui sont toutes deux fort peu usitées. En effet, l'entreprise de marché « se gardant bien de faire diminuer le nombre de sociétés cotées sur les marchés dont elle assure la gestion (...), tant il est vrai que la richesse de son catalogue est l'un des principaux critères de [sa] valorisation »⁹ et le président de l'AMF préférant faire usage d'autres pouvoirs plutôt que de cette prérogative complexe à mettre en œuvre pour lui. Ces deux types de procédures étant assez marginaux ne feront l'objet que d'une présentation succincte¹⁰, le dossier présente uniquement la radiation à l'initiative des actionnaires et de l'émetteur, abordant d'abord le retrait obligatoire sur Euronext Paris et Alternext Paris, puis la radiation ne résultant pas d'un retrait obligatoire avant d'envisager la situation particulière du retrait du Marché Libre.

1. Le retrait obligatoire

6 - En guise d'introduction à la présentation de la procédure de retrait obligatoire, Marine Laufer-Tourte expose le point de vue de l'émetteur.

A. - Le point de vue de l'émetteur par Marine Laufer-Tourte

Marine Laufer-Tourte est consultante chez Ytae, société de conseil spécialisée dans la transformation des grandes entreprises et la conduite du changement.

7 - Pour un entrepreneur, introduire sa société en bourse est souvent à la fois une ambition et une consécration. Au-delà du symbole, c'est avant tout un multiplicateur des possibles, relais ou complément des autres modes de financement à la disposition des entreprises pour assurer leur développement.

Ceci étant, entrer en bourse ne constitue pas non plus un acte irrémédiable, comme en témoigne le nombre de retraits sur la Place de Paris, nombre d'autant plus visible au cours des dernières années compte tenu du faible niveau d'introductions.

On a souvent tendance à voir les retraits de cote au travers des aspects techniques que ces opérations impliquent, notamment en termes financier (valorisation) ou juridique (relations avec les minoritaires).

Mais hormis certains cas plus médiatisés que d'autres (par exemple, Clarins en 2008), on parle peu des raisons qui conduisent un actionnaire ou un dirigeant à retirer leur entreprise de la cote.

Or, avant tout, un retrait de cote, comme une introduction, est une opération qui reflète une étape dans la vie d'une entreprise, son évolution au regard d'un contexte, ses aspirations ainsi que ses besoins. À ce titre, c'est une opération stratégique qui doit être traitée comme tout autre projet de cette nature.

8 - Dans un premier temps, il s'agira donc de définir le « *business case* » du retrait, qui nécessite de se reposer la question des raisons pour l'introduction en bourse, et de les analyser au regard de la situation présente. De manière concrète, les raisons justifiant un retrait pourront être de nature très différente :

- le cours de bourse n'est plus représentatif de la valeur intrinsèque de la société et son niveau empêche la société de faire appel au marché ;
- la situation de la société a évolué de telle manière qu'elle nécessite d'être recentrée sur des actions de type restructuration ou retournement ;
- la société a connu un changement d'actionnariat, voire de management ;
- les obligations de communication financière liées à son statut de société cotée la mettent dans une situation de distorsion de concurrence préjudiciable ;
- ses nouvelles priorités nécessitent un redéploiement des ressources internes dédiées aux aspects liés à la cotation.

9 - Dans un deuxième temps, il conviendra de travailler sur l'analyse d'impact, afin de valider la décision, notamment au niveau de la gouvernance. Comme toute opération stratégique, cela veut dire construire un réel « *business case* », intégrant l'ensemble des impacts et dimensions du projet, et notamment :

- les aspects financiers et actionnariaux relatifs à sa réalisation ;
- les implications pour la société au-delà du retrait, et notamment en termes de financement de son développement ;
- les coûts attachés au projet (par exemple, liés aux conseils nécessaires à sa réalisation, tels que les banquiers, les avocats, les commissaires aux comptes ou les experts indépendants, si nécessaire dans la procédure) ;
- les aspects relatifs aux relations externes (Euronext, AMF, communication financière) ;
- et enfin, les ressources qui vont être mobilisées au long du projet.

10 - Ces étapes réalisées, le processus de retrait peut être effectivement engagé. Il s'appuiera notamment sur un travail de valorisation approfondi et réaliste, facteur clé de succès d'une opération réussie.

Une fois le retrait effectif, l'entreprise pourra entamer une nouvelle phase, s'appuyant pour son développement sur d'autres

8. AMF, Rev. mensuelle n° 28, sept. 2006, citée par F. Martin Laprade, Admission sur Euronext Paris et radiation, art. préc. n° 98.

9. F. Martin Laprade, Admission sur Euronext Paris et radiation, art. préc. n° 125.

10. V. infra n° 72.

modes de financement que l'appel public à l'épargne. Ce qui ne l'empêchera pas, si elle le souhaite, de recourir au marché *via* d'autres techniques, telles que les placements privés, la titrisation ou l'emprunt obligataire, y compris pour ce dernier *via* Euronext au travers de la procédure d'IBO.

B. - La procédure de retrait obligatoire

11 - **Principe.** – Le retrait obligatoire qui doit nécessairement être précédé d'une offre publique, permet à l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) d'une société française cotée sur Euronext Paris ou Alternext Paris de se voir transférer l'intégralité des titres non présentés par les actionnaires minoritaires à l'offre. À l'issue d'une telle procédure, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) détient donc 100 % du capital et la société est radiée de la cote¹¹.

1° Le seuil de mise en œuvre du retrait obligatoire

12 - **Les seuils de 95 % du capital et des droits de vote.** – L'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) peut mettre en œuvre un retrait obligatoire si les actionnaires minoritaires demeurant au sein de la société cotée « ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote »¹². Ainsi, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) doit détenir plus de 95% du capital et des droits de vote de la société pour réaliser un retrait obligatoire.

13 - **Calcul des seuils.** – Pour le calcul des seuils, les actions auto détenues par la société cotée ne sont pas prises en compte dans la participation des actionnaires minoritaires¹³, mais dans celle de l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) qui en a indirectement le contrôle. Par ailleurs, depuis l'arrêté du 31 janvier 2011¹⁴, le pourcentage en droit de vote est calculé sur la base du nombre total de droits de vote théorique, s'alignant sur les modalités applicables aux seuils déclaratifs légaux¹⁵. Le pourcentage en droit de vote est ainsi « apprécié à partir d'un nombre total de droits de vote calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote »¹⁶, ce qui inclut les droits de vote double éventuels et les droits de vote attachés aux actions auto détenues.

14 - L'atteinte de ce double seuil en capital et en droits de vote est une problématique délicate et récurrente auquel doit faire face l'actionnaire majoritaire, ce qui conduit Yvon Gattaz à parler d'une « invraisemblable impossibilité de sortir de Bourse ».

2° L'invraisemblable impossibilité de sortir de Bourse par Yvon Gattaz

Yvon Gattaz est président de l'ASMEP-ETI, syndicat des Entreprises de Taille Intermédiaire. Il a créé et dirigé de nombreuses années la société Radiall et a été président du CNPF (actuel MEDEF) de 1981 à 1986.

15 - Il est peu connu que les entreprises de taille intermédiaire, les (ETI) de 250 à 5 000 salariés, créées par la loi LME du 4 août 2008, représentent le plus grand nombre d'entreprises cotées, soit 61 % de l'ensemble des valeurs. On peut donc affirmer qu'en nombre, la Bourse c'est les ETI.

Pour ces ETI, l'introduction en Bourse pourrait être une excellente formule d'apport de capitaux, méthode que les dirigeants souvent partiellement propriétaires dans les ETI patrimoniales préfèrent à la cession d'une partie du capital à un groupe industriel ou finan-

cier, qui peut souvent chercher à acquérir la majorité. Ce risque de dilution est plus faible avec 1 000 petits actionnaires, qu'avec un seul gros.

On s'étonne alors que ces mêmes ETI hésitent autant à s'introduire en Bourse. En fait, elles craignent tout simplement de ne pouvoir en sortir, si un jour elles en avaient la nécessité. Connaissant l'adage populaire : « lorsqu'on bouche un tuyau à la sortie, il se bouche à l'entrée », ces ETI refusent l'introduction. C'est la raison principale qui freine le développement de la Bourse dans les rangs des 4 600 ETI françaises.

16 - Certains observateurs s'étonnent, ou feignent de s'étonner, de cette crainte qu'ils jugent infondée, puisque certaines entreprises sont bien sorties, elles, de la Bourse, souvent après de nombreux essais et des années d'attente. On oublie de citer celles qui sont restées prisonnières.

Et puis la France qui a imposé la cession des titres par les minoritaires à la suite d'un « *squeeze out* » après regroupement de plus de 95 % des titres, oblige les derniers minoritaires à céder leurs propres titres au prix annoncé de l'OPR. Ce « *squeeze out* » a été contourné depuis longtemps par des officines financières « *malicieuses* » qui achètent, le jour même de l'introduction, un peu plus de 5 % des titres et bloquent ainsi le plus légalement, la sortie de Bourse qu'ils autoriseront ou non plus tard, à leur bon vouloir, et à leur prix exigé.

17 - Effectivement, les ETI refusent aujourd'hui de courir de tels risques et le marasme de la Bourse est en partie expliqué par ce blocage. Et pourtant, des solutions peuvent être trouvées sans toucher aucunement au droit sacré des minoritaires, même récents ou d'occasion.

Puisque l'introduction est décidée à l'Assemblée générale des actionnaires, pourquoi la sortie ne serait-elle pas décidée par le même organe ? Quant à la fameuse indemnisation des minoritaires, bien compréhensible, un petit effort d'imagination pourrait la formuler avec, en plus, la possibilité pour ces minoritaires, de demeurer, s'ils le désirent, actionnaires de l'entreprise sortie de Bourse.

Les usages et traditions français ont bon dos dans ces rigidités sclérosantes, à un moment où la Bourse aurait besoin d'un coup de fouet avec des méthodes nouvelles de relance. Le rapport Rameix-Giami avait proposé différentes approches. Les esprits évoluant en ce moment et un jugement du tribunal de commerce de Paris en date du 14 décembre 2012 a proposé qu'un titre qui n'a pas bougé pendant 36 mois ne fasse plus partie du flottant¹⁷.

La solution la plus simple consisterait peut-être à ordonner que tout actionnaire qui accroîtrait sa détention de plus de 1 % dans le cadre d'une OPR, ou viendrait franchir le seuil de 5 %, verrait ses actions ou droits de vote exclus du calcul du seuil de 5 % pour la radiation. Ce seuil ne pourrait plus alors être monnayé comme le rappelle l'avocat Frédéric Peltier¹⁸.

Si de telles mesures sont enfin prises, le syndicat ASMEP-ETI qui croit à la Bourse pour cette catégorie d'entreprises de taille intermédiaire, est prêt à effectuer un intense prosélytisme en faveur de l'introduction de ses adhérents.

3° Le champ d'application du retrait obligatoire

a) Les titres visés par le retrait obligatoire

18 - **Les actions.** – Le retrait obligatoire vise l'ensemble des titres de capital émis avant la clôture de l'offre publique préalable¹⁹. Cela concerne les actions et les actions de préférence, mais également les titres de capital ne pouvant plus aujourd'hui être émis mais qui subsisteraient au sein de la société cotée : les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, les certificats d'investisse-

11. Ce qui n'empêchera pas la société de pouvoir le cas échéant réaliser une nouvelle introduction en bourse (par exemple le groupe Legrand sortie de la bourse en 2003 puis réintroduit en bourse en 2006).

12. C. monét. fin., art. L. 433-4, II ; AMF, RG, art. 237-1 et 237-14.

13. Par exemple : *Décision et Information AMF n° v212C0420, 21 mars 2012, relative à INFOVISTA*.

14. Publié au JO 1^{er} févr. 2011.

15. AMF, RG, art. 223-11.

16. AMF, RG, art. 231-1 in fine.

17. T. com. Paris, 7^e ch., 14 déc. 2012, préc.

18. *Le club des juristes : Les Echos*, 13 mars 2013.

19. V. *infra* n° 24.

ment et les certificats de droit de vote, et les actions de priorité (C. com., art. L. 228-29-8 et s.).

19 - Les valeurs mobilières donnant accès au capital. – Le retrait obligatoire vise également l'ensemble des « titres donnant ou pouvant donner accès au capital »²⁰, c'est-à-dire l'ensemble des valeurs mobilières donnant accès au capital selon la terminologie de l'article L. 228-91 du Code de commerce : toutes les obligations permettant l'accès au capital (obligations convertibles, échangeables, remboursables, ou une combinaison comme les OCEANE), les obligations auxquelles sont attachés des bons de souscription d'actions, ou encore des bons autonomes de souscription d'actions.

Néanmoins, le retrait obligatoire ne peut s'étendre aux valeurs mobilières donnant accès au capital que sous réserve du respect d'un seuil additionnel spécifique de 5 % sur une base entièrement diluée du capital²¹. En effet, les titres de capital susceptibles d'être créés par ces valeurs mobilières donnant accès au capital, « une fois additionnés avec les titres de capital existants non présentés, ne [doivent pas représenter] plus de 5 % de la somme des titres de capital existants et susceptibles d'être créés »²². Ainsi, si ce seuil spécifique n'est pas rempli, le retrait obligatoire pourrait concerner les seules actions déjà émises, à l'exclusion des valeurs mobilières donnant accès au capital. Dans ce cas, les porteurs de ces valeurs mobilières donnant accès au capital pourront devenir actionnaires après le retrait obligatoire et la radiation de la cote. Reste la possibilité pour l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) de leur proposer une liquidité contractuelle.

b) Le cas particuliers des actions issues des dispositifs légaux d'intéressement des salariés

20 - Options de souscription d'actions et actions attribuées gratuitement. – Le retrait obligatoire ne peut concerner que les titres déjà émis et disponibles. Ainsi, en sont exclues les options de souscriptions qui ne sont pas des titres financiers²³, et les actions gratuites durant leur période d'acquisition²⁴ et leur période de conservation²⁵.

21 - Procédure contractuelle de liquidité. – Afin d'éviter toute dilution postérieurement au retrait de la cote et laisser aux salariés une possibilité de sortie, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) propose généralement un mécanisme contractuel de liquidité.

Concernant les options de souscription d'actions, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) peut :

– soit indemniser le porteur des options de souscription en contrepartie de la renonciation irrévocable au bénéfice de leurs options de souscription²⁶ ;

– soit proposer de racheter les actions qui seront éventuellement souscrites jusqu'à la date d'expiration des options²⁷.

Concernant les actions gratuites, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) peut proposer de racheter les actions gratuites lorsqu'elles seront devenues disponibles dans le cadre d'un engagement réciproque de cession et d'acquisition²⁸.

20. AMF, RG, art. 237-1, al. 2 et art. 237-14, al. 2.

21. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 211C1696*, 13 sept. 2011 relative à RHODIA.

22. AMF, RG, art. 237-1, al. 2 et art. 237-14, al. 2.

23. Néanmoins, les actions qui seraient souscrites par exercice de ces options avant la clôture de l'offre publique préalable sont incluses dans le retrait obligatoire.

24. Les actions gratuites ne sont émises qu'à l'issue de la période d'acquisition.

25. Les actions gratuites sont fiscalement indisponibles pendant la période de conservation.

26. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 213C0461*, 16 avr. 2013 relative à RUE DU COMMERCE.

27. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 211C0324*, 16 avr. 2011 relative à SOCIÉTÉ FINANCIÈRE DE COMMUNICATION ET DU MULTIMÉDIA (ex JETMULTIMÉDIA).

28. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 213C0511*, 30 avr. 2013 relative à AUTO ESCAPE.

c) Les titres de créance

22 - Exclusion des titres de créance ne donnant pas accès au capital. – Les titres de créance ne donnant pas accès au capital (obligations sèches) sont par nature exclus du retrait obligatoire.

23 - Mécanisme de liquidité. – Afin d'éviter le maintien d'une dette aux mains de créanciers tiers, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) peut proposer un mécanisme de liquidité aux différents porteurs de cette dette, et travers d'une procédure d'acquisition ordonnée et encadrée par le règlement général de l'AMF. Cette procédure doit prévoir « la mise en place, à l'initiative de l'émetteur, de son mandataire ou d'un tiers, d'un dispositif centralisé lui permettant d'offrir à l'ensemble des porteurs d'un même emprunt obligataire la faculté de céder ou d'échanger tout ou partie des titres de créance qu'ils détiennent, en assurant l'égalité de traitement des porteurs »²⁹.

La procédure d'acquisition ordonnée doit être précédée d'un communiqué³⁰ faisant l'objet d'une diffusion effective et intégrale au plus tard le jour d'ouverture de la procédure d'acquisition et dont le contenu, pour les titres de créance ayant fait l'objet d'une offre au public en France, est précisé par l'instruction AMF n° 2010-02 du 25 mai 2010.

4° L'offre publique préalable au retrait obligatoire

24 - Obligation d'une offre publique préalable. – Le retrait obligatoire doit nécessairement être précédé d'une offre publique d'achat, quelle qu'en soit la forme, suivant la procédure habituelle y afférent³¹, la procédure étant différente suivant que l'offre publique est de retrait (a) ou d'achat (b).

a) Le retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique de retrait

25 - Dépôt d'une offre publique suite à la détention de 95 % des droits de vote. – Si l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) détient déjà au moins 95 % des droits de vote, le retrait obligatoire sera précédé d'une offre publique de retrait.

Le seuil permettant de lancer une offre publique de retrait se distingue du seuil de retrait obligatoire, en ce qu'il ne requiert qu'un seuil en droits de vote : l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) doit détenir au moins 95 % des droits de vote de la société cible³². Dans la majorité des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) a déjà franchi les seuils requis pour le retrait obligatoire³³.

26 - Obligation de dépôt d'une offre publique de retrait imposée par l'AMF. – L'offre publique de retrait peut également être requise par l'AMF dans certains cas afin de proposer une liquidité aux actionnaires minoritaires³⁴ : à la demande des minoritaires,

29. AMF, RG, art. 238-3.

30. AMF, RG, art. 238-4.

31. En synthèse, l'initiateur doit déposer auprès de l'AMF un projet d'offre par le biais d'une banque présentatrice (un prestataire des services d'investissement agréé pour l'activité de prise ferme) qui garantit, sous sa signature, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur. Le projet de note d'information qui est immédiatement rendu public est instruit par l'AMF pendant une durée minimum de dix jours de bourse avant qu'elle ne rende sa décision de conformité sur le projet d'offre, emportant visa sur la documentation finale (note d'information de l'initiateur et note en réponse de la société cible). Après la publication des documents « Autres Informations » décrivant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables respectives de l'initiateur et de la cible, l'offre est ouverte conformément au calendrier publié par l'AMF.

32. AMF, RG, art. 236-1 et s.

33. Néanmoins, un actionnaire peut avoir la faculté de lancer une offre publique de retrait sans avoir à ce stade la certitude que celle-ci sera suivie d'un retrait obligatoire si, à l'issue de l'offre publique de retrait, il n'obtient pas le seuil complémentaire de 95 % du capital.

34. AMF, RG, art. 236-1 et 236-2. – Sur la demande d'un actionnaire minoritaire, l'AMF peut requérir de l'actionnaire majoritaire, détenant plus de 95 % des droits de vote, le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.

en cas de transformation en société en commandite³⁵, en cas de modifications significatives des statuts³⁶, en cas de fusion de la société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, en cas de suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital, en cas de cession ou d'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs ou en cas de réorientation de l'activité sociale³⁷. Dans ces deux derniers cas (cession ou apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs généralement suivi d'une réorientation de l'activité sociale), l'activité opérationnelle sera en pratique sortie de la Bourse, la société restant néanmoins cotée. Cette coquille vide pourra soit être revendue afin d'y développer une nouvelle activité³⁸, soit être ultérieurement sortie de la cote³⁹.

27 - Procédure de dépôt de l'offre publique de retrait. – Dès le dépôt du projet d'offre publique de retrait, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) doit mentionner dans le projet de note d'information conjointe réalisée avec la société cible⁴⁰ :

– s'il demande que le retrait obligatoire soit réalisé dès la clôture de l'offre publique de retrait, ou s'il se réserve la faculté de demander en fonction de son résultat⁴¹ ;

– l'évaluation des titres ; la méthode dite multicritères doit répondre à des contraintes plus importantes qu'une offre non suivie d'un retrait obligatoire et ainsi être « effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, (tenant) compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité »⁴². Le résultat de cette évaluation dite multicritères constitue le prix minimum auquel le retrait obligatoire peut avoir lieu ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait (C. monét. fin., art. L. 433-4, II) ;

– le rapport de l'expert indépendant nommé par la société cible⁴³, portant explicitement sur les conditions financières du retrait obligatoire⁴⁴.

28 - Mise en œuvre du retrait obligatoire. – À l'issue de l'instruction de l'AMF, la décision de conformité porte tant sur l'offre publique de retrait que le retrait obligatoire⁴⁵. L'avis d'ouverture de l'offre publié par Euronext précise les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet.

En plus des publications communes à toutes les offres publiques, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) doit, postérieurement à la décision de conformité de l'AMF, insérer dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la société cotée qui va être radiée un avis informant le public du retrait obligatoire⁴⁶.

29 - Radiation. – Dès la clôture de l'offre publique de retrait, les titres concernés sont radiés du marché concerné (Euronext Paris ou Alternext Paris) sur lequel ils étaient respectivement admis ou négoc-

ciés⁴⁷. Corrélativement, les dépositaires teneurs de compte procèdent aux opérations de transfert des titres non présentés à l'offre au nom de l'actionnaire ou du groupe majoritaire et crédite les comptes des détenteurs de titres visés par le retrait obligatoire des indemnités leur revenant⁴⁸.

b) Le retrait obligatoire à l'issue de toute offre publique d'achat

30 - Le retrait obligatoire peut également intervenir à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre⁴⁹.

1) L'offre publique d'achat simplifiée

31 - Seuil de 50 % du capital ou des droits de vote. – L'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) qui détient déjà au moins 50 % du capital ou des droits de vote, pourra lancer une offre publique d'achat simplifiée⁵⁰ suivie, en fonction de son résultat, d'un retrait obligatoire.

L'offre publique d'achat simplifiée lancée volontairement par l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) vise en pratique à accroître sa participation avec pour objectif d'atteindre les seuils de 95 % du capital et des droits de vote précités, afin de réaliser un retrait obligatoire⁵¹. Dans le cas d'un nouvel actionnaire de référence qui vient juste d'acquiescer un bloc de contrôle supérieur à 50 %, celui-ci a l'obligation de déposer une offre publique d'achat simplifiée, mais ne souhaite pas toujours retirer la société de la cote⁵².

32 - Dépôt de l'offre publique d'achat simplifiée. – Afin de permettre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée sans nouvelle décision de conformité de l'AMF, la documentation⁵³ déposée à l'AMF pour l'offre publique d'achat simplifiée par l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) et la société cotée doit d'ores et déjà contenir les informations suivantes⁵⁴ :

– si l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) se réserve la faculté, ou s'il a l'intention, de demander la mise en œuvre du retrait obligatoire une fois l'offre terminée et en fonction de son résultat⁵⁵ ;

– l'évaluation des titres selon la méthode dite multicritères qui doit répondre à des contraintes plus importantes qu'une offre non-suivie d'un retrait obligatoire et ainsi être « effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, (tenant) compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité »⁵⁶. Le résultat de cette évaluation dite multicritères constitue le prix minimum auquel le retrait obligatoire peut avoir lieu ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait (C. monét. fin., art. L. 433-4, II) ;

– le rapport de l'expert indépendant nommé par la société cotée⁵⁷, portant explicitement sur les conditions financières du retrait obligatoire⁵⁸.

35. AMF, RG, art. 236-5.

36. AMF, RG, art. 236-6 1°.

37. AMF, RG, art. 236-6 2°.

38. Par exemples, *Décision et Information AMF n° 206C2033, 8 nov. 2006 relative à CHAÎNE ET TRAME*. – *Décision et Information AMF n° 208C0951, 20 mai 2008 relative à FROMAGERIE PAUL RENARD*.

39. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 209C1198, 23 sept. 2009 relative à JET MULTIMEDIA*.

40. AMF, RG, art. 231-13, III, 1°.

41. AMF, RG, art. 237-2 et 237-8. – Il est rare que l'actionnaire majoritaire choisisse de se réserver la faculté de demander la mise en œuvre du retrait obligatoire en fonction du résultat de l'offre publique de retrait ; dans ce cas, l'actionnaire majoritaire devra informer l'AMF, qui rend publique sa décision, dans un délai maximal de dix jours de négociation après la clôture de l'offre, s'il renonce ou non à cette faculté.

42. C. monét. fin., art. L. 433-4, II ; AMF, RG, art. 237-2.

43. AMF, RG, art. 261-1, II.

44. Instr. AMF n° 2006-07, art. 9, 2°.

45. AMF, RG, art. 237-3.

46. AMF, RG, art. 237-3.

47. AMF, RG, art. 237-10.

48. AMF, RG, art. 237-11.

49. AMF, RG, art. 237-14.

50. AMF, RG, art. 233-1, 1° et 2° ; offre publique d'achat suivant la procédure simplifiée.

51. Par exemples, *Décision et Information AMF n° 208C1483, 1^{er} août 2008 relative à CLARINS*. – *Décision et Information AMF n° 208C1876, 14 oct. 2008 relative à OBERTHUR*.

52. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 212C1647, 11 déc. 2012 relative à SALVEPAR*.

53. Note d'information de l'initiateur et note en réponse de la société cible, ou note d'information conjointe à l'initiateur et à la société cible.

54. AMF, RG, art. 231-14, III, 1°.

55. AMF, RG, art. 237-15.

56. C. monét. fin., art. L. 433-4, II ; AMF, RG, art. 237-16, II.

57. AMF, RG, art. 261-1, II.

58. Instr. AMF n° 2006-07, art. 9, 2°.

33 - **Mise en œuvre du retrait obligatoire.** – À l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée et, si le résultat le permet, l'initiateur devra informer ou confirmer à l'AMF son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire, l'AMF publiera alors la date de mise en œuvre du retrait obligatoire, sans se prononcer⁵⁹ sur la conformité du retrait obligatoire⁶⁰.

En plus des publications communes à toutes les offres publiques, l'actionnaire (ou le groupe majoritaire) doit alors :

- publier un communiqué indiquant les modalités de mise à disposition de la note d'information établie lors de la dernière offre⁶¹ ;
- et insérer, dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la société, un avis informant le public du retrait obligatoire⁶².

Dans l'hypothèse où l'initiateur n'a pas inclus l'évaluation multicritères et le rapport de l'expert indépendant sur le retrait obligatoire dans la documentation déposée pour l'offre publique d'achat simplifiée, l'initiateur devra à l'issue de l'offre⁶³, s'il souhaite mettre en œuvre le retrait obligatoire, déposer une nouvelle documentation complète⁶⁴ contenant notamment ces informations afin que l'AMF prenne une décision de conformité spécifique sur le retrait obligatoire⁶⁵. En plus des publications communes à toutes les offres publiques, une fois la décision de l'AMF intervenue, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) doit insérer, dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la société, un avis informant le public du retrait obligatoire⁶⁶.

34 - **Radiation.** – Dès la mise en œuvre du retrait obligatoire, les titres concernés sont radiés du marché concerné (Euronext Paris ou Alternext Paris) sur lequel ils étaient cotés admis ou négociés. Corrélativement, les dépositaires teneurs de compte procèdent aux opérations de transfert des titres non présentés à l'offre publique préalable au nom de l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) et crédite les comptes des détenteurs de titres visés par le retrait obligatoire des indemnités leur revenant⁶⁷.

2) L'offre publique d'achat

35 - **Offre publique d'achat d'un tiers ou d'un actionnaire de référence non majoritaire.** – L'actionnaire qui détient moins de 50 % du capital et des droits de vote, pourra lancer une offre publique d'achat suivie, en fonction de son résultat, d'un retrait obligatoire.

Il peut s'agir d'offre publique d'achat, c'est-à-dire libellée en numéraire, volontaire ou obligatoire, de la part d'un initiateur qui peut ne pas être actionnaire au dépôt de l'offre.

36 - **Dépôt de l'offre publique d'achat.** – Comme pour l'offre publique d'achat simplifiée, dès le dépôt du projet d'offre, l'initiateur devra mentionner dans le projet de note d'information s'il se réserve la faculté, ou s'il a l'intention, de demander la mise en œuvre du retrait obligatoire une fois l'offre terminée et en fonction de son résultat⁶⁸.

Dans un tel cas relevant de la procédure normale, l'AMF ne se prononce pas sur la conformité du projet de retrait obligatoire⁶⁹ mais seulement sur l'offre publique d'achat. Par ailleurs, le rapport

d'un expert indépendant n'est pas requis au titre du retrait obligatoire^{70 71}.

Les actionnaires sont informés sur la pertinence du prix proposé avec l'évaluation des titres mentionnée dans le projet de note d'information⁷² qui mentionne le prix proposé et les éléments retenus pour les fixer, présents dans toutes offres publiques, c'est-à-dire « plusieurs éléments d'appréciation, ainsi que le cas échéant des hypothèses sous-jacentes, représentant chacun une approche différente, significatifs par rapport à la nature économique de l'opération et aboutissant chacun au calcul d'une prime ou d'une décote par rapport à ce prix ou à cette parité »⁷³. Ces éléments peuvent être :

- les moyennes de cours de bourse établies sur des périodes s'achevant à la séance précédant la publication du communiqué relatif au dépôt du projet d'offre et éventuellement à une date antérieure justifiée par l'initiateur ;
- les ratios de rentabilité ou de rendement ;
- les comparaisons boursières ;
- les références à d'éventuelles évaluations financières réalisées en dehors de toute opération ou dans le cadre d'opérations financières récentes ;
- ainsi que tout autre élément pertinent retenu par l'initiateur.

L'initiateur, en pratique la banque présentatrice, doit justifier les choix effectués pour sélectionner les éléments présentés ou pour écarter l'une des méthodes d'évaluation listées ci-dessus⁷⁴.

37 - **Mise en œuvre du retrait obligatoire.** – À l'issue de l'offre publique d'achat, si le résultat le permet et si l'initiateur informe ou confirme à l'AMF son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire, l'AMF publie alors la date de mise en œuvre du retrait obligatoire⁷⁵.

En plus des publications communes à toutes les offres publiques, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) doit alors :

- publier un communiqué indiquant les modalités de mise à disposition de la note d'information établie lors de la dernière offre⁷⁶ ;
- et insérer, dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la société, un avis informant le public du retrait obligatoire⁷⁷.

38 - **Radiation.** – Dès la mise en œuvre du retrait obligatoire, les titres concernés sont radiés du marché concerné (Euronext Paris ou Alternext Paris) sur lequel ils étaient cotés admis ou négociés. Corrélativement, les dépositaires teneurs de compte procèdent aux opérations de transfert des titres non présentés à l'offre au nom de l'actionnaire (ou du groupe majoritaire) et créditent les comptes des détenteurs de titres visés par le retrait obligatoire des indemnités leur revenant⁷⁸.

5° L'expertise indépendante par Maurice Nussembaum

39 - **Principe.** – Le règlement général de l'AMF du 28 septembre 2006⁷⁹ a réaffirmé la nécessité de désigner un expert en cas de retrait obligatoire, à l'exception toutefois des cas dans lesquels l'Autorité des marchés financiers ne se prononce pas sur la conformité du projet de retrait obligatoire, à savoir :

59. AMF, RG, art. 237-16, III.

60. AMF, RG, art. 237-16, I, 2°.

61. AMF, RG, art. 237-16, III. – Instr. AMF n° 2006-07 relative aux offres publiques d'acquisitions, art. 9 in fine.

62. AMF, RG, art. 237-17.

63. AMF, RG, art. 237-16, I, 1° et II.

64. Note d'information conjointe et documents « Autres Informations » décrivant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables respectives de l'initiateur et de la cible

65. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 210C1005, 5 oct. 2010 relative à GINGER*.

66. AMF, RG, art. 237-17.

67. AMF, RG, art. 237-19.

68. AMF, RG, art. 237-15.

69. AMF, RG, art. 237-16, I, 1°.

70. AMF, RG, art. 261-1, II et art. 237-16.

71. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 211C2226 et 212C0154, 13 déc. 2011 et 27 janv. 2012 relative à CYBERNETIX*.

72. AMF, RG, art. 231-18.

73. Instr. AMF n° 2006-17, art. 2, 2°, a).

74. Instr. AMF n° 2006-17, art. 2, 2°, a).

75. AMF, RG, art. 237-16, III.

76. AMF, RG, art. 237-16, III et article 9 in fine de l'instruction AMF n° 2006-07 relative aux offres publiques d'acquisitions.

77. AMF, RG, art. 237-17.

78. AMF, RG, art. 237-19.

79. En fait, l'article 261 du règlement général définit les cas de nominations d'un expert indépendant. L'instruction d'application a été publiée le 25 juillet 2006 et complétée par des recommandations le 28 septembre 2006 et modifiée le 27 juillet 2010.

– le retrait obligatoire faisant suite à une offre pour laquelle une attestation d'équité a déjà été délivrée ;

– et le retrait obligatoire faisant suite à une offre soumise à la procédure normale (par exemple les offres non sollicitées), quand bien même elle n'aurait pas donné lieu à intervention d'un expert, l'absence de rapport étant justifiée par le fait que le marché a *de facto* validé le prix⁸⁰.

La rédaction du règlement général souligne aussi l'interprétation extensive qu'entend donner l'Autorité des marchés financiers au champ d'application de l'expertise indépendante. Dans le doute, une société visée est incitée à désigner un expert. Le recours à l'expertise indépendante devient dans les faits la règle, l'absence de désignation d'expert semblant en pratique se confiner aux cas des offres non sollicitées. On présentera les modalités de désignation et la mission de l'expert (a) puis les procédures de contrôle (b), avant d'exposer les méthodes d'évaluation utilisées (c) ainsi que quelques exemples particuliers d'attestations dans des situations complexes (d).

a) La désignation de l'expert et sa mission

1) Le choix de l'expert

40 - La nomination. – Autrefois souvent désigné par la société initiatrice d'une offre, l'expert indépendant est désormais désigné par le conseil d'administration ou de surveillance de la société visée. L'expert affirme ainsi son rôle de garant de l'intérêt des actionnaires de cette société, et son attestation d'équité devient un outil d'aide à la décision de son conseil quand il se prononce sur l'offre.

Même si en pratique l'expert est nommé par le conseil dans la majorité des cas, dans certaines situations, l'exigence de confidentialité est difficilement conciliable avec une telle procédure. Il ne semble par ailleurs pas exclu que l'expert entame ses diligences avant que sa nomination ne soit ratifiée par le conseil, sous réserve que cela ne nuise pas à son indépendance.

Par ailleurs, l'AMF recommande au conseil de désigner l'expert indépendant le plus en amont possible.

41 - Le rôle du conseil d'administration. – Le conseil d'administration de la société visée a un rôle prépondérant⁸¹ dans la conduite des travaux d'expertise. En effet, une fois l'expert nommé, le conseil doit « mettre en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise indépendante (...), ces diligences [devant] être adaptées à la taille et à la complexité de l'opération »⁸². Celles-ci comprennent notamment la validation du plan d'affaires de la société avant de le transmettre à l'expert, le fait de s'assurer de la qualité de l'information fournie à l'expert⁸³ et d'une manière générale de veiller « au bon déroulement de la mission d'expertise »⁸⁴.

Cette mission de supervision peut être déléguée à un comité d'administrateurs indépendants.

Le conseil d'administration, « garant de la bonne exécution de la mission de l'expert », doit également pouvoir fournir des explications aux actionnaires minoritaires une fois l'avis motivé sur l'offre rendu public⁸⁵.

2) La mission de l'expert

42 - Préparation d'un rapport sur les conditions financières de l'opération. – La mission de l'expert réside dans une véritable

évaluation financière de la société et de toutes les contreparties de l'offre ou de l'opération concernée⁸⁶. Contrairement à la pratique antérieure dans le cadre du retrait obligatoire, l'expert effectue désormais un travail complet d'évaluation, sans se limiter à une revue des travaux effectués, notamment par les banques présentes dans le cadre d'une offre publique.

43 - Le contenu du rapport d'expertise. – Le rapport doit contenir notamment⁸⁷ :

– les diligences effectuées dans le cadre de sa mission, comprenant le calendrier d'exécution, le programme de travail, la liste des personnes rencontrées et les diverses sources d'informations utilisées, la description du fondement réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant dans sa lettre de mission et en préambule de son rapport, le point de départ du délai minimum dont dispose l'expert indépendant pour établir son rapport ;

– l'évaluation faite de la société concernée en fonction des méthodes choisies par l'expert accompagnée d'une analyse du travail d'évaluation réalisée par les conseils de l'initiateur, la justification de la mise à l'écart par l'expert indépendant de certaines méthodes de valorisation ; les diligences de l'expert indépendant sur le plan d'affaires et leur restitution dans son rapport ; les diligences de l'expert indépendant liées aux situations de conflit d'intérêt ayant conduit à sa nomination et leur restitution dans son rapport ; la prise en compte par l'expert indépendant des échanges qu'il a eus avec notamment les actionnaires minoritaires ;

– et une présentation synthétique de l'expert⁸⁸ ainsi que le montant de la rémunération perçue.

Enfin, la conclusion du rapport se présente sous la forme d'une attestation d'équité certifiant le caractère équitable du prix ou des conditions financières de l'opération. Il est souhaitable que cette conclusion soit suffisamment étoffée pour en expliquer les attendus. Le règlement général précise qu'une opinion qui ne reprendrait pas ces conditions de fond et de forme ne pourra pas être qualifiée d'attestation d'équité.

44 - La publicité du rapport. – Le rapport est d'abord présenté par l'expert indépendant au conseil de la société visée. Il doit ensuite être porté à la connaissance du public en intégralité dans la note en réponse. La société visée peut toutefois décider de préserver la confidentialité de certaines informations⁸⁹. La publicité du rapport est assurée dans le cadre d'augmentation de capital ou de recours volontaire à l'expertise par sa mise à disposition au siège de l'émetteur sur son site Internet et par la publication d'un communiqué⁹⁰.

45 - Les délais. – À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai « suffisant » pour établir son rapport dépendant de la complexité de l'opération et de la quantité et qualité des informations fournies. Le règlement général AMF précise que ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation. Ce délai doit en pratique être considéré comme un minimum, surtout dans les opérations complexes pour permettre à l'expert de réaliser une véritable analyse approfondie et remplir son rôle qui est d'éclairer au mieux les actionnaires minoritaires sur l'offre qui leur est proposée.

3) Les conditions d'exercice de la fonction d'expert indépendant et l'encadrement de sa mission

46 - L'indépendance de l'expert. – Le règlement général renforce la qualité et la pertinence des attestations en favorisant l'indépen-

80. V. M. Nussenbaum et Th. Vassogne, *Les attestations d'équité et expertise indépendante – Ouvrage collectif sur les offres publiques d'achat – ss dir. de G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis : éd. Litec mai 2009, p. 437 à 450.*

81. Ce rôle existait déjà auparavant, V. Bull. COB nov. 1995, n° 296, p. 34 et s.

82. AMF, *Recomm. préc.*

83. AMF, *Recomm. préc.*

84. AMF, *Recomm. préc.*

85. AMF, *Recomm. préc.* – Le conseil d'administration doit permettre « aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent d'obtenir des compléments d'information en interrogeant le conseil d'administration ».

86. AMF, *RG*, art. 262-1. – *Rapp. Naulot, préc., Recomm. 4.*

87. *Instr. n° 2006-08, 25 juill. 2006. – Rapp. Annuel AMF 2007, p. 119 s. (V. note 1).*

88. Il est tenu de préciser la liste des missions d'expertise indépendante réalisées au cours des douze derniers mois, la mention de son adhésion à une association professionnelle le cas échéant et lorsqu'il est une personne morale, le rapport contient une description de son activité et de son organisation.

89. AMF, *RG*, art. 231-19-3.

90. AMF, *RG*, art. 262-1.

dance des experts et en promouvant la mise en place de procédures de qualité. L'Autorité des marchés financiers a, à cet égard, publié une documentation assez précise⁹¹ sur l'encadrement de la mission des experts indépendants et les associations professionnelles agréées. L'expert doit d'ailleurs préciser dans son rapport s'il adhère ou non à une association professionnelle dont la reconnaissance est prévue à l'article 263.1 du règlement général.

La réglementation cherche à assurer l'indépendance de l'expert tant d'un point de vue juridique qu'économique. Les informations devant être divulguées dans le rapport visent ainsi à garantir l'indépendance de l'expert.

47 - L'indépendance juridique. – L'expert désigné par la société visée par une offre ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts avec l'une des personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils. Par extension, il ne doit pas intervenir de manière répétée avec les mêmes établissements prestataires ou au sein du même groupe dès lors que la fréquence de ses interventions est susceptible d'affecter son indépendance⁹².

L'instruction de l'Autorité des marchés financiers dresse une liste non limitative de cas dans lesquels l'expert est présumé être dans une situation de conflit d'intérêts. Tel est ainsi le cas si l'expert :

- entretient des liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'offre ou l'opération, ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ;
- a procédé à une évaluation de la société concernée au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation, sauf si la seconde désignation constitue un prolongement de la première mission ;
- a conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre ou une personne contrôlée par elle au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation ;
- détient un intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés susceptible d'affecter son indépendance.

On peut constater que cette liste est vaste et peut restreindre significativement la capacité à nommer certains experts. Elle laisse toutefois place à interprétation quant au caractère effectif du conflit d'intérêts, cette interprétation étant du ressort de l'expert lui-même pour autant qu'il fasse preuve de transparence à cet égard⁹³, le conseil d'administration pouvant décider, le cas échéant, de désigner un autre expert.

L'expert doit inclure dans son rapport une déclaration d'indépendance attestant de l'absence de tout lien connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et son jugement dans le cadre de sa mission⁹⁴. L'expert doit mentionner et justifier toute situation de conflit qu'il estimerait insusceptible d'affecter son indépendance et fournir une liste de ses dernières missions d'expertise.

La question de la fréquence admissible de la coopération entre un expert donné et un établissement prestataire ne manquera pas de se poser, l'univers des intervenants n'étant pas infini.

48 - L'indépendance financière. – L'Autorité des marchés financiers, considérant qu'il existe un conflit d'intérêts quand l'expert est financièrement intéressé à l'opération, recommande que sa rémunération soit forfaitaire et non liée à l'issue de l'offre ou de l'opération.

L'expert a implicitement la responsabilité de négocier des honoraires suffisants pour lui permettre de fournir des analyses de qualité.

b) De nouvelles procédures de contrôle des experts indépendants

49 - Un contrôle a posteriori de l'Autorité des marchés financiers. – La réforme du règlement général est à cet égard radicale. L'Autorité des marchés financiers, dans sa volonté de responsabiliser les acteurs de marché a délégué le contrôle des experts à des associations professionnelles privées, bien que l'adhésion à ces associations ne soit pas obligatoire. Elle exerce un contrôle a posteriori qui porte sur les conditions ou les conclusions de l'expertise, et ne semble plus pouvoir porter sur l'expert lui-même.

50 - Une régulation déléguée à la profession. – L'Autorité des marchés financiers a pour objectif d'imposer à la diversité des intervenants en matière d'expertise indépendante des règles déontologiques et de contrôle similaires à celles déjà mises en place au sein des prestataires de services d'investissement et des grands cabinets issus de l'audit.

Il semble en effet, que les intervenants peuvent organiser en leur sein des procédures adéquates. Alors que l'instruction⁹⁵ exige que le rapport de l'expert précise, le cas échéant, s'il a fait l'objet d'un contrôle de qualité par une association agréée, les recommandations de l'Autorité des marchés financiers⁹⁶ n'imposent à l'expert que de se doter d'un code de déontologie prévoyant des procédures de contrôle qualité, qui semble pouvoir être propre et pouvant être consulté par toute personne.

c) La mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation

51 - Recommandation d'une approche multicritère. – Dans sa recommandation du 28 septembre 2006 modifiée le 19 octobre 2006, l'Autorité des marchés financiers préconise que l'expert indépendant évalue la société visée par une offre (ou la société qui réalise une augmentation de capital) en utilisant une approche multicritère. Cette approche est rappelée dans l'article 237-1 du règlement général AMF, où il est indiqué qu'à l'appui de l'offre (de retrait obligatoire), l'initiateur fournit à l'AMF une évaluation des titres de la société visée, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas d'actifs prenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiale et des perspectives d'activité. En pratique, cette approche comprend à la fois la mise en œuvre de méthodes d'évaluation intrinsèques et l'examen de références de valorisation.

52 - Catégories de méthodes d'évaluation. – Il existe deux familles de méthodes d'évaluation :

- les approches analogiques qui consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur soit parce qu'elles sont cotées soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction dont les caractéristiques ont été rendues publiques ;
- les approches intrinsèques qui consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propre à celle-ci (méthode des flux de trésorerie, des flux de dividendes et dans certains cas de l'actif net réévalué).

Les références de valorisation complètent l'analyse de l'expert indépendant en la confrontant à des indicateurs de valeurs comme :

- la valeur comptable des actifs ;
- le cours de bourse de la société ;
- les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation ;
- les cours-cibles des analystes.

53 - Principes à respecter lors de l'évaluation. – Dans la mise en œuvre des méthodes, l'expert indépendant doit respecter les trois grands principes suivants, quelle que soit la méthode retenue :

91. AMF, RC, art. 261-4 et 263-2 et s. – Instr. n° 2006-08, et recommandations préc., et *Recomm. préc.*

92. AMF, RC, art. 261-4 I.

93. AMF, RC, art. 261-4.

94. AMF, RC, art. 261-4, II.

95. Instr. n° 2006-08, préc.

96. AMF, *Recomm. préc.*

– **principe d'examen critique.** – L'expert indépendant doit considérer l'ensemble des données fournies par la direction ou les sources externes avec un œil critique. L'expert doit notamment juger du caractère raisonnable du plan d'affaires qui doit être celui qui a été établi et validé par la direction de la société ;

– **principe de transparence.** – L'expert doit remettre au conseil d'administration un rapport détaillé présentant son travail et ses conclusions. Le rapport public, plus succinct, doit contenir suffisamment d'informations pour permettre de comprendre le raisonnement de l'expert et les grandes hypothèses retenues. À cet égard, on note que le rapport de l'expert français est souvent plus détaillé que celui de l'expert anglo-américain.

Les sources des informations et des données utilisées par l'expert doivent être clairement indiquées. Le choix ou l'exclusion d'une méthode ou d'une référence d'évaluation doit être expliqué ;

– **principe de cohérence et pertinence des informations.** – L'expert doit s'assurer de la cohérence des paramètres entre eux ainsi qu'avec les sources externes et les informations dont il dispose (à titre d'exemple, cohérence entre taux de croissance des résultats et multiple). Il s'assure de la cohérence du choix de l'échantillon dans les approches analogiques. Le cas échéant, il s'assure également de la cohérence de ces données avec celles des travaux d'évaluation qui auraient pu être effectués préalablement.

54 - **Approche « analogique ».** – L'approche analogique repose sur l'idée que sur un marché fonctionnant de manière concurrentielle, des actifs identiques doivent avoir des valeurs identiques.

Cette approche nécessite de déterminer un échantillon de sociétés cotées ou ayant fait l'objet d'une transaction présentant des caractéristiques similaires en termes d'activité, de rentabilité, et de perspectives de croissance afin de déterminer leurs multiples de valorisation exprimés en fonction de leur résultat (excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation, résultat net) et dans certains cas de leurs chiffres d'affaires. Il est ensuite possible de déterminer, par comparaison, la valeur de l'entreprise étudiée.

55 - **Utilisations de l'approche « analogique ».** – La méthode des comparables est utilisée :

– soit pour calculer directement la valeur des fonds propres ;
Le multiple le plus couramment utilisé est dans ce cas le *Price Earning Ratio* (PER), qui correspond au rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net.

Valeur des fonds propres = PER × résultat net

– soit pour estimer la valeur de l'actif économique (ou VE).
Comme dans la méthode des DCF, la valeur des fonds propres est ensuite obtenue en retranchant la valeur des dettes financières.

La valeur de l'actif économique est en général exprimée comme un multiple du résultat d'exploitation (REX ou EBIT), de l'excédent brut d'exploitation (EBE ou EBITDA) ou encore du chiffre d'affaires (CA) :

Multiple = VE / Agrégat de référence

Avec :

VE : Valeur d'entreprise (i.e. capitalisation boursière ajoutée à la dette nette des disponibilités)

Agrégat de référence : CA, EBITDA, EBIT...

Pour déterminer la valeur d'entreprise de la société considérée, il convient ensuite d'appliquer le multiple au résultat pris pour référence.

Valeur d'entreprise = Agrégat de référence × Multiple

56 - **Première approche « intrinsèque » : la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF).** – Les méthodes de rentabilité considèrent que la valeur d'une entreprise est déterminée par sa capacité à générer des flux de revenus pour les différents apporteurs de capitaux (fonds propres et dettes).

La méthode de l'actualisation des flux nets de trésorerie est l'approche par les résultats la plus couramment utilisée. Ce sont les flux de liquidités qui créent de la valeur pour les apporteurs de capitaux d'une entreprise (actionnaires et créanciers).

Cette approche comprend trois étapes :

– **Estimation des flux nets de trésorerie futurs** que l'exploitation de la société est susceptible de dégager :

Flux nets de trésorerie (Free Cash Flows to Firm)

=

Résultat d'exploitation × (1-taux d'impôt)

+ Dotations aux amortissements – Investissements

- Δ Besoin en fonds de roulement

Les flux nets de trésorerie (FCFF) sont estimés sur une période de prévisions explicite. Une valeur terminale est calculée pour prendre en compte les flux au-delà de la période de prévision.

L'expert doit s'assurer que le plan d'affaire couvre une période suffisante pour assurer la convergence des agrégats opérationnels de la société vers leur niveau normatif ou couvrir un cycle d'investissement complet afin de réduire le poids de la valeur terminale dans la valeur totale.

– **Actualisation des flux nets de trésorerie futurs :** les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût d'opportunité des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise.

Ce taux correspond à un coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC pour *Weighted Average Cost of Capital* en anglais) qui prend en compte les rémunérations exigées par les différents apporteurs de sources de financement en tenant compte des différentes sources de risque de marché affectant les flux de liquidité qu'il s'agisse du risque de marché à travers le beta⁹⁷ ou du risque de la dette (*spread* par rapport aux taux sans risque) ou encore du risque pays.

Le taux doit correspondre au taux du marché pour l'horizon couvert par le plan d'affaires et les projections financières.

L'expert doit également s'assurer que le traitement de la valeur terminale est fait en fonction de la situation concurrentielle de l'entreprise et que le même risque n'est pris en compte qu'une seule fois soit dans le plan d'affaires soit dans le taux d'actualisation.

Cette méthode a l'avantage de prendre en compte les déterminants fondamentaux qui déterminent la valeur de l'entreprise :

– la croissance du chiffre d'affaires et perspectives à long terme en s'assurant que les flux de trésorerie utilisés pour le calcul de la valeur terminale reflétant bien une situation normative et que le taux de croissance à l'infini est cohérent avec le taux de croissance à long terme retenu par l'économie nationale. ;

– la rentabilité d'exploitation prévisionnelle ;

– la rémunération exigée par les apporteurs des capitaux investis.

– **Passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des fonds propres :** ce passage s'effectue par soustraction à la VE de la dette nette (dont la valeur peut-être positive, négative ou nulle) :

Valeur fonds propres = VE – Dette Nette

57 - **Deuxième approche « intrinsèque » : la méthode des flux de dividendes.** – Cette méthode qui constitue également une approche par les résultats, consiste à déterminer la valeur des fonds propres pour les actionnaires par l'actualisation des flux de dividendes distribués. Le taux d'actualisation est alors un taux sur fonds propres.

Elle se réfère à la même logique que la méthode des flux de trésorerie actualisés détaillée ci avant en ajoutant une hypothèse sur le

97. Sensibilité de la valeur de l'action considérée aux fluctuations du marché.

taux de distribution de la société. Elle peut être écartée lorsque la politique de dividendes prévisionnelle ne peut être prévue avec suffisamment de rationalité.

58 - Troisième approche « intrinsèque » : la méthode de l'actif net réévalué ou méthode patrimoniale. – La valeur patrimoniale, également appelée « valeur mathématique », s'obtient après correction de la valeur comptable, en substituant aux valeurs figurant au bilan, les valeurs réelles de chacun des postes, à l'actif ou au passif.

Elle s'obtient en tenant compte de la « valeur comptable » de l'entreprise et des ajustements qu'il convient d'y apporter. La valeur comptable d'une entreprise correspond au montant de son actif net, tel qu'il résulte du dernier bilan disponible au moment de l'évaluation.

Cette méthode voit son utilisation réduite le plus souvent aux cas des holdings. Il faut par ailleurs rappeler que le rapport NAULOT souligne que si les références à l'ANC (Actif Net Corrigé) ou à l'ANR (Actif Net Réévalué) publiées par une holding étaient des références fortes elles ne peuvent constituer un prix minimum.

d) Analyse de quelques exemples d'attestations d'équité dans des situations complexes

59 - Cas SPERIAN. – En mars 2010, le fonds SPERIAN lance une offre publique d'achat sur la société SPERIAN au prix de 70 € par action. Cette société va désigner un expert indépendant pour dire si ce prix est équitable.

Une contre-offre est déposée le 19 mai 2010 par la société Honeywell holding France à un prix de 117 € (coupon attaché) soit à un prix supérieur de deux tiers à l'offre initiale.

Le même expert est reconduit par SPERIAN pour dire si le prix proposé par cette nouvelle offre est équitable.

Après avoir souligné que l'offre de Honeywell se situait dans un contexte particulier de crise, et qu'elle émanait d'un concurrent bénéficiant de synergie et/ou acceptant de payer une prime de contrôle, l'expert conclut que la valeur intrinsèque de l'action appréciée à l'aide de la méthode DCF et de comparables à la fois boursiers et de transactions était sensiblement inférieure au prix offert de 117 € et que de ce fait, le prix proposé était équitable pour les actionnaires de la cible. Cette conclusion souligne en creux que l'offre de CINVEN émise à un prix très largement inférieur pouvait également être équitable en l'absence de celle de Honeywell.

60 - Cas PROSODIE. – Le 8 décembre 2006, la société Camelia participations lance un projet d'offre publique d'achat visant les titres de la société Prosodie au prix de 23,40 € l'action, après avoir franchi à la hausse le seuil du tiers du capital de la société suite à l'acquisition le 30 novembre 2006 au prix unitaire de 20 € l'action, d'un bloc de titres représentant 43.94 % du capital et des droits de vote de la société. Le conseil d'administration de Prosodie désigne un expert indépendant le 9 novembre 2006.

L'expert dépose son rapport le 4 décembre 2006 en concluant que le prix de 23,40 € offert aux actionnaires minoritaires qui extériorise une prime de 17 % sur le prix d'achat du bloc, réalisé peu de temps avant l'offre est parfaitement équitable pour les actionnaires minoritaires.

L'expert souligne également, après avoir analysé la valeur intrinsèque de la société à l'aide d'une approche DCF, confortée par des comparaisons boursières, que cette valeur se situe dans la fourchette 22 €-24 €, et qu'il est de l'intérêt des actionnaires minoritaires d'apporter leurs titres à l'offre.

Il est intéressant de noter que l'expert souligne que son avis ne prend pas en compte l'impact des éventuelles inflexions stratégiques qui pourraient être mises en œuvre dans le futur proche à l'initiative du nouvel actionnaire contrôlant.

Il considère donc que le prix offert constitue une option de sortie tout à fait acceptable dans la mesure où elle peut être saisie sans décote apparente par rapport à la valeur intrinsèque de la société, tout en soulignant que la société dispose d'un potentiel de valorisation supérieur à celui reflété dans le prix d'offre mais que celui-ci n'est nullement garanti et suppose une prise de risques additionnels ce qui de ce fait ne remet pas en cause son avis sur le caractère équitable du prix proposé.

Apparemment plusieurs actionnaires minoritaires représentant 28.06 % du capital n'étaient pas d'accord avec cette conclusion et n'ont pas souhaité apporter leurs titres à ce prix et ont conclu des accords les 31 janvier et 7 février 2007 pour apporter leurs titres à une nouvelle offre assortie d'un prix de 25,25 € par action. Un projet d'offre en surenchère a ainsi été déposé le 2 février 2007.

L'expert a ainsi été amené à déposer le 8 février 2007 une nouvelle attestation d'équité dans une note complémentaire par rapport à son rapport du 4 décembre 2006 dans laquelle il a examiné l'égalité de traitement de tous les actionnaires visés par l'offre en surenchère et l'évolution des données, hypothèses et paramètres par rapport à ceux utilisés dans son rapport du 4 décembre. Après s'être assuré que le principe d'égalité des actionnaires était bien respecté, l'expert a mesuré l'impact des variations des paramètres d'évaluation entre novembre 2006 et janvier 2007 (taux d'intérêt sans risque, endettement net de la société cible et variation de la valeur boursière d'une participation cotée) pour conclure à un impact de 0,2 € sur la fourchette d'estimations de la variation conjuguée de ces paramètres sur la valeur intrinsèque obtenue à l'aide de la méthode DCF. Il confirme ainsi son opinion sur la valeur en « *stand alone* » de la société entre 22 et 24 € mais ne peut que s'interroger sur le supplément de valeur apporté par l'acquéreur qui maintenant accepte d'en partager une partie avec les actionnaires minoritaires désireux de sortir soit environ 9 % par rapport au prix initialement proposé.

Ainsi l'expert maintient son opinion initiale sur le caractère équitable de l'offre eu égard à son positionnement par rapport à la seule valeur intrinsèque en « *stand alone* ».

De fait le relèvement du prix d'offre ne pouvait que conforter les minoritaires et la sortie au nouveau prix d'actionnaires représentant 28 % du capital ne pouvait qu'aller dans ce sens.

61 - Cas SE LOGER.COM. – Le 28 septembre 2010, AS Online Beteiligungs GMBH lance une offre publique d'achat sur les actions de la société *SeLoger.com* cotée au compartiment B du marché Euronext Paris au prix de 34 € par action.

L'acquéreur a préalablement (15 septembre 2010) acquis 12.36 % du capital et des droits de vote auprès de certains actionnaires au prix de 34 € par action.

Le 25 octobre 2010, le conseil de surveillance de *SeLoger.com* a décidé de ne pas recommander l'offre initiale qui avait été autorisée par l'Autorité de la concurrence le 3 novembre 2010 et déclarée conforme par l'AMF le 30 novembre 2010.

La société a déposé un recours en annulation à l'encontre de la décision de conformité de l'AMF le 2 décembre devant la cour d'appel de Paris. L'AMF a ainsi été conduite, dans l'attente de la décision de la cour à prolonger l'offre jusqu'à un nouvel avis.

La société et l'initiateur ont conclu un accord le 17 janvier 2011 prévoyant notamment le dépôt par l'initiateur d'une offre en surenchère. Cette nouvelle offre au prix de 38.05 € par action comprend également différentes dispositions en faveur du management de la cible.

L'expert indépendant avait été désigné par le conseil de surveillance de la cible, le 4 octobre du fait des risques de conflit d'intérêt au sein du conseil de surveillance, de nature à nuire à l'objectivité de son avis motivé sur l'offre. L'expert a également été désigné pour examiner les conditions du retrait obligatoire qui pourrait être réalisé à l'issue de l'offre.

L'expert va conclure le 25 octobre 2010, que les « valeurs par action obtenues par la mise en œuvre des méthodes d'évaluation

intrinsèques et analogiques s'inscrivent dans une fourchette de 37,1 € (multiples de comparables boursiers) à 40 € (valeur centrale du DCF) ». Le conseil de surveillance prenant en compte le rapport de l'Expert va formaliser son opposition à l'offre.

L'Expert a accompagné son opinion d'un commentaire pour expliquer que bien que 34 € correspond au prix payé pour racheter hors marché le 9 septembre 2010 un bloc minoritaire de 12.36 % du capital à certains des dirigeants et permettait ainsi à l'ensemble des actionnaires d'accéder à la liquidité aux mêmes conditions et de bénéficier d'une prime par rapport aux cours de bourse avant l'annonce du projet d'OPA de 13 à 16 % de prime, ce prix présente tout de même une décote de 8.3 % par rapport aux comparables boursiers qui correspondent à une approche minoritaire et une décote de 14.9 % par rapport au DCF, critère qu'il considère être dominant dans le cadre d'une prise de contrôle majoritaire.

Le 2 février 2011, l'AMF rend son avis de conformité sur l'offre en surenchère et mentionne l'existence d'un rapport complémentaire de l'expert indépendant.

C. - Les recours contre la décision de conformité de l'AMF

62 - Jurisdiction compétente. – La décision de conformité sur une offre publique d'achat ou de retrait, suivi d'un retrait obligatoire, peut faire l'objet d'un recours selon la procédure normale applicable à l'encontre de toute décision de portée individuelle prise par l'AMF. Ainsi le recours contre une décision de conformité est porté devant la cour d'appel de Paris (*C. monét. fin., art. L. 621-30 et R. 621-45*).

63 - Délai de recours. – Le délai de recours est de 10 jours à compter :

- de sa notification pour les personnes qui font l'objet de la décision, en l'espèce l'actionnaire majoritaire initiateur et la société cible ;

- de sa publication pour les autres personnes intéressées (*C. monét. fin., art. R. 621-44, al. 1*), à savoir les actionnaires minoritaires. Plus précisément, ce délai court à compter de la mise en ligne de la décision de conformité sur le site internet de l'AMF qui fait courir le délai de recours à l'égard des actionnaires minoritaires, tiers à la décision. En pratique, la publication d'une décision de conformité est effectuée le jour même de sa décision par le Collège. En tout état de cause, la date de mise en ligne est expressément mentionnée sur le site internet de l'AMF (*C. monét. fin., art. R. 621-44, al. 2*).

En cas de décision de conformité sur un retrait obligatoire, l'article 237-8 du règlement général de l'AMF prévoit expressément que « le délai entre la décision (de l'AMF sur le retrait obligatoire) et son exécution ne (peut) être inférieur au délai visé à l'article R. 621-44 du Code monétaire et financier », c'est-à-dire le délai de 10 jours précité.

64 - Procédure de recours. – Concernant la procédure suivie, les recours sont formés, instruits et jugés selon les dispositions spécifiques de l'article R. 621-46 du Code monétaire et financier qui précise l'ensemble des formalités.

65 - Effet sur le déroulement de l'offre publique. – En cas de recours, la durée de l'offre publique est prorogée par l'AMF dans l'attente de la décision de la cour d'appel de Paris sur la demande de sursis ou sur le recours au fond déposé contre une décision de recevabilité d'une offre publique, et ce afin de préserver les droits des personnes ayant déposé un recours.

La cour d'appel de Paris saisie d'un recours avec une demande de sursis :

- soit ordonne qu'il soit sursis à l'exécution de la décision de l'AMF⁹⁸, ladite décision de conformité étant alors suspendue jusqu'au prononcé de la décision au fond ;

- soit rejette la demande de sursis à exécution « compte tenu de l'engagement de l'AMF de proroger la date de clôture de l'offre publique, en sorte que la clôture n'intervienne que huit jours au moins après le prononcé de l'arrêt de la cour statuant sur les recours en annulation⁹⁹ », ce qui, dans les deux cas, préserve intégralement les droits des personnes ayant déposé un recours.

D. - Le point de vue des minoritaires sur le retrait obligatoire par Colette Neuville

Colette Neuville est juriste et économiste. Elle est fondatrice-présidente de l'ADAM, l'association de défense des actionnaires minoritaires.

66 - Le retrait obligatoire est une procédure d'expropriation des actionnaires détenant moins de 5 % du capital ou des droits de vote d'une société à la demande et au profit de l'actionnaire ou du groupe majoritaire. Le Code civil aussi bien que la convention européenne des droits de l'homme disposent cependant que l'expropriation ne peut être pratiquée que pour cause d'utilité publique et moyennant une juste et préalable indemnité.

Or, on cherche en vain l'intérêt public des retraits obligatoires : si l'intérêt du marché – dont il reste à démontrer qu'il se confond avec l'utilité publique – commandait de retirer du marché les participations inférieures à 5 % du capital et des droits de vote, ce retrait devrait s'imposer au majoritaire dès lors qu'il franchit le seuil de 95 % et non pas être une simple faculté laissée à son initiative. Le droit d'exproprier devrait avoir pour symétrique l'obligation d'acquiescer. Or ce n'est pas le cas.

On cherche également en vain le caractère juste de l'indemnité accordée, alors qu'elle permet le plus souvent à l'initiateur de s'enrichir au détriment des minoritaires expropriés, ce qui est le cas dès lors que l'indemnité est inférieure à l'actif net réévalué, garantissant au minoritaire son droit de propriété sur les réserves. Ni la cour d'appel de Paris ni la Cour de cassation n'ont retenu cet argument. L'une et l'autre s'en tiennent à la fixation de l'indemnité selon une valeur de marché déterminée selon une méthode multicritère qui laisse une large place à l'arbitraire puisqu'aussi bien le choix des critères que leur pondération sont libres. L'observation des centaines de retraits obligatoires pratiqués depuis 1994 montre que les critères subjectifs prennent le plus souvent le pas sur « les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs » pourtant visées par la loi. Et, lorsque l'on observe le devenir des sociétés ayant fait l'objet d'expropriation, force est de constater que leurs potentialités ont été le plus souvent sous-évaluées, en dépit des attestations d'équité délivrées par des experts réputés indépendants. On pourrait multiplier les exemples de profits réalisés grâce aux retraits obligatoires (4,5 milliards d'euros pour France Télécom entre l'introduction de Wanadoo à 19,5 € et son retrait quelques années plus tard à 8,86 €). Pire, certains émetteurs n'hésitent pas à mettre à profit les cycles boursiers en expropriant les minoritaires lorsque la bourse est basse pour réintroduire la valeur lorsqu'elle est haute.

67 - Tous les retraits obligatoires ne donnent certes pas lieu à des abus manifestes. Il n'empêche. La procédure d'expropriation des minoritaires telle qu'elle est pratiquée en France, assortie de recours dont l'expérience montre qu'ils sont voués à l'échec, a des conséquences très néfastes :

- elle constitue incontestablement un puissant dissuasif à l'investissement à long terme et même à tout investissement en actions : à trop exproprier les actionnaires en bourse, on risque de dissuader les autres d'y entrer ;

- elle rend illusoire le caractère facultatif des offres publiques (OPA ou OPE, OPR) qui l'ont précédée. La plupart des investisseurs préfèrent sortir à la première offre, même si le prix leur paraît insuf-

98. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 210C1031, 8 oct. 2010 relative à AUTOROUTES PARIS RHIN RHONE*.

99. Par exemple, *Décision et Information AMF n° 212C0876, 4 juill. 2012 relative à SILIC*.

fisant plutôt que de courir le risque de se retrouver dans un marché illiquide avec comme seule perspective de sortie une expropriation sous-payée. L'existence du retrait obligatoire fausse ainsi le jeu du marché et pèse sur le prix des offres publiques ;

– elle incite l'épargne à se détourner du placement actions au profit d'investissements dans l'immobilier qui bénéficient en matière d'expropriation d'une plus grande sécurité juridique que les valeurs mobilières. L'investissement de l'épargne dans les entreprises est pourtant plus créateur de richesse que sa stérilisation dans l'immobilier.

E. - Le risque de manquement d'initié

68 - Information privilégiée. – Un projet d'offre publique suivie d'un retrait obligatoire constitue en tant que tel et ce quelle que soit la forme de l'offre publique préalable, une information privilégiée¹⁰⁰, compte tenu notamment de la prime potentielle par rapport au cours de bourse payée par l'initiateur à cette occasion. Cette situation crée un risque potentiel important d'opérations d'initiés¹⁰¹. Plusieurs opérations ont fait l'objet d'enquêtes de l'AMF qui ont donné lieu à des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF prononçant des sanctions pécuniaires à l'encontre d'investisseurs ayant utilisé une information privilégiée¹⁰².

69 - Prévention du manquement d'initié. – Afin de prévenir ce risque, certaines procédures légales et opérationnelles doivent être mises en œuvre afin de maintenir confidentielle l'information privilégiée.

D'une part, une liste d'initiés doit être établie au sein des structures concernées par l'opération de retrait obligatoire : la société cotée sur Euronext Paris, et, le cas échéant, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) s'il est également coté sur Euronext Paris, doivent tenir une telle liste selon les modalités prescrites par la réglementation¹⁰³. En l'absence d'obligation légale, la tenue d'une telle liste permet de respecter l'obligation de confidentialité, pesant sur tout initiateur, posée par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF¹⁰⁴. La banque présentatrice doit, outre la tenue d'une telle liste¹⁰⁵, mettre en place et garder opérationnelles des procédures appropriées de contrôle de la circulation et de l'utilisation des informations privilégiées¹⁰⁶, procédure appelée « Muraille de Chine ».

D'autre part, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) dans ses diverses relations et contacts en vue de préparer un retrait de la cote, doit conclure des engagements de confidentialité autonomes ou insérer de telles clauses dans les contrats, et y rappeler

les obligations d'abstention¹⁰⁷ attachées à la détention d'une information privilégiée¹⁰⁸.

2. La radiation ne résultant pas d'un retrait obligatoire

70 - Principe de l'existence de radiations sans retrait obligatoire. – Outre la radiation résultant de la procédure de retrait obligatoire, les règles de marché d'Euronext¹⁰⁹ prévoient des possibilités de radiation pure et simple des marchés d'Euronext Paris et d'Alternext Paris¹¹⁰, c'est-à-dire sans retrait forcé des actionnaires minoritaires, « *sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché* » (C. monét. et fin., art. L. 421-15, II, al. 1). Les cas de radiation¹¹¹ se décomposent en deux catégories.

71 - Radiation à l'initiative de la société. – Euronext peut décider d'une radiation sur demande écrite de la société cotée dans la mesure où cela est autorisé par la réglementation nationale¹¹², c'est-à-dire en cas de procédure de retrait ordonnée pour les cotations secondaires¹¹³ et de transfert d'Euronext Paris sur Alternext Paris¹¹⁴.

72 - Radiation à l'initiative d'Euronext. – Euronext peut décider de la radiation spontanément pour tout motif approprié, ce qui lui laisse en théorie une grande marge d'appréciation. En pratique, l'article 6905/1 (ii) liste ces différentes situations, qui sont pour la plupart des cas techniques :

- a) non-respect des règles d'Euronext Paris ;
- b) dissolution de l'émetteur ;
- c) radiation en cas de liquidité inférieure à 5 %¹¹⁵ ;
- d) faits ou événements empêchant qu'un titre continue à être coté ou qui portent Euronext à croire qu'il n'est plus possible de garantir le bon fonctionnement du marché pour ce titre ;
- e) indisponibilité des services adéquats de compensation ou de règlement-livraison ;
- f) radiation de titres dans lesquels d'autres titres peuvent être convertis ou échangés ; et
- g) inscription de l'émetteur sur la liste de sanctions de l'UE ou de OFAC. Euronext peut ainsi opérer une radiation sans retrait obligatoire soit par la mise en œuvre d'une procédure de retrait ordonné pour les cotations secondaires (A), soit en cas de liquidité inférieure à 5 % (B), soit en cas de transfert sur Alternext (C)

A. - La procédure de retrait ordonné pour les cotations secondaires

73 - Société concernée. – La procédure de retrait ordonné¹¹⁶ permet la radiation du marché d'Euronext Paris des actions de

100. AMF, RG, art. 621-1.

101. AMF, RG, art. 622-1.

102. Par exemples, AMF, Commission sanctions, Déc., 18 nov. 2010 concernant une OPAS suivi d'un RO. – AMF, Commission sanctions, Déc., 17 févr. 2011 concernant une OPAS suivi d'un RO.

103. C. monét. fin., art. L. 621-18-4 ; AMF, RG, art. 223-27 et s.

104. « Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération. Si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si elle est en mesure de préserver cette confidentialité, la personne mentionnée au premier alinéa peut prendre la responsabilité d'en différer la publication. »

105. AMF, RG, art. 315-16 et s.

106. AMF, RG, art. 315-15 et s.

107. (i) ne pas communiquer cette information à une autre personne, en dehors du cadre normal de son travail (ii) ne pas acquérir ou céder, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, directement ou indirectement, des titres de la société cotée, et (iii) ne pas recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une telle information privilégiée, les titres de la société cotée.

108. Par exemple, AMF, Position-recommandation n° 2003-01 sur la procédure dites de data room devant être sécurisée par la conclusion d'accords de confidentialité.

109. Livre I des règles de marché d'Euronext, art. 6905 et s. – Livre II des règles de marché d'Euronext Paris, art. P 1.4.1 et s.

110. L'article 5.1 des règles d'Alternext Paris renvoie mutadis mutandis aux règles d'Euronext concernant la radiation des titres admis aux négociations sur le marché d'Alternext Paris.

111. Prévus par l'article 6905/1 du Livre I des règles de marché d'Euronext.

112. Livre I des règles de marché d'Euronext Paris, art. 6905/1 (i).

113. Livre I des règles de marché d'Euronext Paris, art. P 1.4.4.

114. Livre II des règles de marché d'Euronext Paris, art. P 1.4.5.

115. La société pourrait également souhaiter radier ces titres sur ce fondement.

116. Prévue par l'article P 1.4.4 du Livre II des règles de marché d'Euronext Paris. – Anciennement dénommée procédure ordonnée de retrait qui était peu réglementée. – sur cette procédure, V. A. Maréchal et A. Debré, La procédure ordonnée de retrait de la cote : Les Echos n° 19108, 4 mars 2004.

sociétés étrangères qui y font l'objet d'une cotation secondaire. Cette procédure n'est en effet ouverte qu'aux émetteurs qui demandent la radiation de leurs titres de capital alors qu'ils prévoient de rester admis aux négociations sur un autre marché réglementé ou un marché d'un pays tiers présentant des caractéristiques équivalentes¹¹⁷.

Par exception, si le marché principal des actions de l'émetteur est un autre marché réglementé géré par Euronext dont le système de règlement-livraison est équivalent pour l'actionnaire (en pratique Euroclear), Euronext peut dispenser l'émetteur de cette obligation de procédure de retrait du fait du maintien de cette admission sur cet autre marché réglementé d'Euronext¹¹⁸.

La procédure de retrait ordonné consiste à proposer aux actionnaires existants la vente de leurs titres sur le marché le plus liquide avec une prise en charge des coûts associés, préalablement à la radiation des titres.

74 - Dépôt de la demande. – La procédure de retrait ordonné consiste en une demande de l'émetteur qui doit déposer auprès d'Euronext, conformément à son Instruction N3-08, un dossier composé des pièces suivantes :

- une lettre par laquelle l'émetteur demande la radiation de ses titres du marché d'Euronext Paris. Cette lettre doit préciser :
 - les motifs de la demande de radiation ;
 - le ou les éventuels autres marchés pour lesquels une demande de radiation a été (ou doit être) présentée ;
 - le marché sur lequel les titres présentés à l'offre seront cédés (avec une estimation de la liquidité du titre sur ce marché), étant rappelé qu'il doit s'agir du marché le plus liquide ;
 - le nom de l'intermédiaire en charge de la centralisation des titres présentés à l'offre et de leur cession sur le marché désigné, lequel intermédiaire doit avoir la qualité de participant aux systèmes d'Euroclear ;
 - le projet de calendrier de l'offre de cession ;
 - l'engagement de prise en charge pour le compte des actionnaires des coûts éventuels de transfert des titres ou des fonds, opérations de change y compris, et des coûts de négociation relatifs à l'offre de cession, qui constituent une des conditions essentielles de la procédure de retrait ordonné ;
- une copie de la décision de radiation prise par l'organe compétent de l'émetteur, conformément au droit du pays de l'émetteur, de ses statuts et le cas échéant de ses règles de gouvernance ;
- le projet de communiqué de presse qui sera publié par l'émetteur relatif à la radiation et à l'offre de cession.

75 - Décision d'Euronext. – Il appartient au conseil d'administration d'Euronext d'apprécier cette demande et de décider de la radiation¹¹⁹, « *sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché* », conformément aux conditions fixées par l'article L. 421-15 du Code monétaire et financier.

76 - Calendrier de l'offre de cession. – Si Euronext approuve la demande de radiation, la société concernée devra :

- fixer la durée de l'offre de cession, c'est-à-dire la période de centralisation pendant laquelle les titres négociés sur le marché d'Euronext Paris seront présentés. La durée de l'offre de cession est fixée en accord avec Euronext et peut être organisée en plusieurs périodes ;
- déterminer, avec l'intermédiaire que l'émetteur aura chargé de l'exécution des ordres, les périodes durant lesquelles il procédera à la vente des titres présentés à l'offre de cession, eu égard à la liquidité du marché désigné (qui doit être le marché le plus liquide) et au nombre potentiel d'actionnaires bénéficiaires de l'offre (c'est-

à-dire au volume d'actions négociées sur Euronext Paris). Ce processus est important car contrairement à une offre publique d'achat où le prix est fixé et garanti, le prix qui résultera de cette procédure de retrait ordonné dépend en pratique du nombre de titres présentés à l'offre de cession et de la capacité du marché principal à absorber cet apport potentiellement massif de titres. L'actionnaire qui décide d'apporter ces titres n'a donc aucune certitude ou garantie quant au prix, mais bénéficie ainsi seulement d'une opportunité de liquidité aux conditions de marché.

77 - Obligation d'information. – La société doit publier un communiqué annonçant les modalités de l'offre de cession au plus tard le jour de l'ouverture de celle-ci. Néanmoins, dans un objectif de bonne information du marché et afin d'éviter de perturber les marchés concernés, il est préférable d'informer les actionnaires au mieux et le plus en amont possible.

Euronext publie quant à lui un avis précisant ses conditions de réalisation, son calendrier et la date de radiation des titres visés.

À l'issue de la période, ou de chaque période, de cession des titres, Euronext publie un avis sur le prix moyen résultant de la cession des titres sur le marché principal que l'intermédiaire centralisateur lui aura communiqué.

78 - Issue de l'offre de cession. – Les actionnaires ayant apporté leurs titres à l'offre de cession perçoivent ce prix moyen brut de cession d'actions, sans frais associés, ceux-ci devant être pris en charge par l'émetteur.

Les actionnaires ayant choisi de ne pas apporter leurs titres, conservent leurs actions qui sont transférées sur le marché principal, et détiennent ainsi des actions cotées sur un marché étranger.

B. - La radiation en cas de liquidité inférieure à 5 %

79 - Champ d'application. – Parmi les cas précités de radiation à l'initiative d'Euronext, les règles de marché d'Euronext prévoient que « *Euronext peut radier les Titres admis sur ses marchés dans les circonstances suivantes (...) (ii) ou de sa propre initiative et pour tout motif approprié, y compris, de façon non limitative : (...) (c) ou le fait que, l'Entreprise de marché d'Euronext compétente considère que moins de 5 % des Titres restent disponibles pour la négociation sur le marché ; (...)* »¹²⁰. Un tel cas semble surtout présenter un intérêt pour les sociétés étrangères qui ne peuvent pas mettre en œuvre un retrait obligatoire, les sociétés françaises ayant intérêt à réaliser un retrait obligatoire, qui assure à l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) la détention de 100 % des titres à l'issue de l'opération¹²¹.

Cependant, la récente décision du tribunal de commerce de Paris en date du 14 décembre 2012¹²², confirmant les décisions de refus d'Euronext de mettre en œuvre cette disposition à l'égard de la société cotée Radiall, pose certains principes permettant d'appréhender une radiation pure et simple de la cote d'une société française. Il a ainsi considéré que « *la protection des investisseurs ne peut avoir pour conséquence d'interdire toute radiation de la cote, quels que soient le nombre et la nature desdits investisseurs* », ouvrant ainsi la voie d'une opération autonome pour une société française en cas de liquidité inférieure à 5 %, au terme de laquelle les minoritaires perdraient la liquidité du marché sans bénéficier de l'indemnisation d'un retrait obligatoire.

80 - Calcul du seuil de 5 %. – Le pourcentage de 5 % de titres restant disponible pour la négociation sur le marché, le « flottant », se calcule *a priori* par opposition à la participation de l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire). Cependant, le tribunal de commerce de Paris a, dans sa décision précitée, dégagé des précisions méthodologiques de calcul de ce seuil de 5 % :

117. Par exemple, retrait d'Allianz SE d'Euronext Paris, nov. 2009.

118. Par exemples, *CORIO N.V.*, Avis NYSE Euronext n° PAR_20101215_06770_EUR, 15 déc. 2010. – *BANIMMO*, Avis NYSE Euronext n° PAR_20110110_00202_EUR, 10 janv. 2011.

119. Règles de marché d'Euronext Paris, Livre II, art. P 1.4.1.

120. Règles de marché d'Euronext, Livre I, art. 6905/1 (ii) c).

121. Sur la demande d'un actionnaire minoritaire, l'AMF peut requérir de l'actionnaire majoritaire, détenant plus de 95 % des droits de vote, le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.

122. T. com. Paris, 7^e ch., 14 déc. 2012, n° 2011031755, SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim, préc. supra, note 1.

– « le « flottant » désigne la fraction du capital effectivement disponible pour être négociée sur les marchés ou bien encore le nombre de titres réellement disponibles sur le marché ; dans la réalité, il s'agit en général, de la part des actions d'une société qui appartient à des investisseurs obéissant non pas à une logique de contrôle mais à une logique purement financière, c'est-à-dire des investisseurs qui achètent quand le cours leur paraît sous-évalué et vendent quand les perspectives de croissance leur paraissent plus faibles » ;

– « s'agissant de son calcul, les praticiens s'accordent dans leur majorité pour dire que n'appartiennent pas au flottant les actions d'investisseurs qui les gardent pour des raisons autres que financières : ainsi l'État ou les collectivités publiques lorsqu'ils sont actionnaires d'une société, une société elle-même via un processus d'autocontrôle (C. com., art. 233-3), les fondateurs de la société, les actionnaires fédérés en « pactes d'actionnaires », les « blocs de contrôle » (selon le même article 233-3 du Code du commerce) et enfin les participations jugées comme « stables » ;

– « les usages ont retenu que la « stabilité » supposait de détenir ces titres depuis au moins trois ans ».

Ainsi, l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) ne détenant pas 95 % du capital pourrait exclure du flottant la participation d'un actionnaire minoritaire détenant de manière stable, c'est-à-dire depuis au moins trois ans, une participation suffisamment importante pour que son exclusion permette d'atteindre ce seuil de moins de 5% de flottant.

Cependant, il conviendra de suivre l'évolution de cette récente jurisprudence qui pourrait modifier au fil du temps le rapport de force entre l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) souhaitant retirer sa société de la cote et un actionnaire minoritaire tentant de monnayer sa participation afin de bloquer le retrait obligatoire. En effet, ce dernier pourra être *in fine* confronté, au bout de trois ans de détention, au risque d'une radiation pure et simple.

C. - La radiation d'Euronext Paris du fait d'un transfert sur Alternext Paris

81 - **Objectifs d'un transfert.** – Le choix des émetteurs de procéder à une radiation de leurs titres du marché réglementé d'Euronext Paris en vue de leur transfert sur le système multilatéral de négociation organisé d'Alternext Paris est souvent motivé par l'allègement de la réglementation applicable aux sociétés cotées sur Alternext Paris¹²³.

Néanmoins, certaines règles propres aux sociétés cotées sur le marché d'Euronext Paris sont maintenues pendant une période de trois ans aux sociétés ainsi transférées sur le marché d'Alternext : – application du régime des franchisements de seuils légaux et des déclarations d'intention (C. com., art. L. 233-7-1) : ceci implique notamment une information de l'AMF qui rend les déclarations publiques ;

– application de l'intégralité du régime des offres publiques¹²⁴ : ceci implique notamment, par rapport aux autres sociétés cotées sur Alternext auxquelles s'appliquent une partie du régime des offres publiques, un seuil de déclenchement d'une offre publique d'achat obligatoire à 30 % du capital et des droits de vote (et non 50 % pour les autres sociétés sur Alternext), le déclenchement d'une offre publique d'achat obligatoire en cas d'augmentation de plus de 2 % sur un an de la participation entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote, et certains cas de dépôts obligatoires d'une offre publique de retrait¹²⁵.

Afin de faciliter ce processus de transfert qui permet également aux sociétés concernées une meilleure visibilité sur un marché adapté à leur capitalisation, il a été annoncé à l'occasion de la création d'Enternext, filiale d'Euronext en charge des PME-ETI, la réduction

de 50 % sur les frais de transfert du marché règlement vers Alternext Paris¹²⁶.

1° Les conditions du transfert

82 - **Critères de capitalisation et de diffusion dans le public.** – Tous les émetteurs dont les actions sont cotées sur le marché d'Euronext Paris ne peuvent pas prétendre au transfert de leurs actions vers le marché d'Alternext Paris. Seules sont éligibles à un tel transfert les sociétés répondant aux deux critères suivants :

– un critère de capitalisation posé par la loi : la société cotée sur le marché d'Euronext Paris doit avoir une capitalisation boursière inférieure à un milliard d'euros (C. monét. fin., art. L. 421-14, V, al. 3). Ce seuil vise en pratique les sociétés des compartiments B et C du marché d'Euronext Paris, mais une société du compartiment A pourrait utiliser une baisse de sa capitalisation pour demander un transfert, sans attendre son changement de compartiment en début d'année suivante ;

– un critère de diffusion des titres dans le public posé par les règles d'Euronext : le transfert des titres sur le marché d'Alternext Paris, en ce qu'il équivaut à une admission sur ce marché, doit répondre aux conditions de diffusion de ce marché qui requièrent la diffusion dans le public des titres pour un montant au moins égal à 2,5 millions d'euros¹²⁷.

2° La procédure d'information du public et de consultation des actionnaires

83 - **Publication d'un communiqué.** – La procédure de transfert requiert une information du marché. Un communiqué doit être publié au moins deux mois avant la date envisagée pour le transfert et précisé¹²⁸ :

- les raisons de l'opération de transfert ;
- les conséquences pour les actionnaires et le public ;
- le calendrier prévisionnel ;

En pratique, ce communiqué doit être publié le plus en amont possible afin de permettre une bonne information tant du marché que des actionnaires appelés à se prononcer sur ce projet¹²⁹. Ainsi, afin de tenir compte des délais de convocation et de tenue de l'assemblée générale (V. *infra*), un tel communiqué pourrait être publié dès le jour de la publication de l'avis de réunion de l'assemblée générale.

84 - **Assemblée générale.** – La procédure de transfert requiert également la consultation des actionnaires. L'assemblée générale ordinaire doit être convoquée selon les modalités habituelles, ce qui implique notamment la publication d'un avis de réunion au moins trente-cinq jours avant la date de l'assemblée générale, précisant l'ordre du jour et les projets de texte des résolutions (C. com., art. R. 225-73).

La tenue même de la réunion de l'assemblée générale ordinaire doit avoir lieu au moins deux mois avant le transfert. À cette occasion, les actionnaires doivent expressément statuer sur la demande d'admission sur le marché d'Alternext Paris (C. monét. finan., art. L. 421-14, V, al. 2) après avoir été dûment informés des conséquences du transfert sur le régime de publication, périodique et permanent de la société cotée¹³⁰.

Dans les quinze jours suivant la réunion de l'assemblée générale, la société doit publier les résultats des votes sur son site internet (C. com., art. R. 225-106-1).

123. Cahier n° 3, nov.2009, Middenext : « Transfert Euronext vers Alternext – Synthèse des éléments distinctifs significatifs ».

124. C. monét. fin., art. L. 433-5 ; AMF, RG, art. 231-1 4° et art. 235-1.

125. AMF, RG, art. 235-2, 236-5 et art. 236-6.

126. Communiqué NYSE Euronext, 30 avr. 2013, NYSE Euronext lance la Place de Marché des PME/ETI.

127. Règles des Marchés Alternext, art. 3.3 (iii).

128. C. monét. fin., art. L. 421-14, V, al. 1 ; AMF, RG, art. 223-36, al. 1.

129. AMF, Position / recommandation n° 2010-03.

130. Règles de marché d'Euronext Paris, Livre II, art.P 1.4.5.

85 - **Publication d'un second communiqué.** – Un second communiqué doit être publié immédiatement après la décision de mise en œuvre du transfert par l'organe de direction, précisant¹³¹ :

- les raisons de l'opération de transfert ;
- les conséquences pour les actionnaires et le public ;
- le calendrier prévisionnel ;
- les modalités de ce transfert ;
- « *son intention de continuer à établir ses comptes consolidés en normes comptables internationales ou d'adopter les normes comptables françaises. La possibilité de revenir au référentiel français étant en effet liée au transfert, la décision doit être prise et rendue publique au plus tard lorsque la société a décidé de demander son transfert* »¹³².

86 - **Publication d'un document d'information.** – Un document d'information doit également être mis à disposition pour l'admission sur le marché d'Alternext Paris sur le site internet de la société cotée et sur celui d'Euronext au plus tard le jour où Euronext rend public par voie d'avis la date prévue de transfert¹³³, et contenant¹³⁴ :

- les derniers états financiers, complétés, s'ils remontent à plus de neuf mois avant la date prévue du transfert par des comptes intermédiaires ; et
- une situation de trésorerie datant de moins de trois mois avant la date prévue de transfert ;
- l'évolution du cours de bourse et un état des communications faites sur le marché d'Euronext Paris sur l'année précédant le transfert.

3° La procédure vis-à-vis d'Euronext

87 - **Double demande.** – Le transfert sur le marché d'Alternext Paris équivaut à une demande auprès d'Euronext de radiation des titres admis aux négociations sur le marché d'Euronext Paris, accompagnée concomitamment d'une demande admission sur le marché d'Alternext Paris.

88 - **Décision d'Euronext.** – La société cotée sur le marché d'Euronext Paris doit présenter une demande soumise au conseil d'administration d'Euronext¹³⁵, dont le dossier est composé des éléments suivants :

- la décision d'approbation de l'assemblée générale des actionnaires s'étant prononcée sur le projet¹³⁶ ;
- une description détaillée de son actionnariat justifiant de la diffusion de ses titres dans le public¹³⁷ pour un montant au moins égal à 2,5 millions d'euros¹³⁸ ;
- un certificat du listing de sponsor (obligatoire sur le marché d'Alternext Paris) confirmant que l'émetteur a satisfait et continue de satisfaire aux obligations de notification et de communication en vigueur sur le marché d'Euronext Paris¹³⁹.

Le conseil d'administration d'Euronext dispose d'un délai d'un mois après le dépôt du dossier pour rendre sa décision quant à la radiation des titres sur le marché d'Euronext Paris et l'admission concomitante sur le marché d'Alternext Paris¹⁴⁰.

3. La sortie du Marché Libre

89 - **Règles spécifiques pour le Marché Libre.** – Le Marché Libre est un marché non réglementé au sens de l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier, géré par Euronext. De ce fait, à la différence

de son prédécesseur le marché « Hors Cote », la réglementation des offres publiques prévue par le Règlement général de l'AMF, et notamment celle des offres publiques de retrait et du retrait obligatoire, ne s'applique pas aux actions négociées sur le Marché Libre¹⁴¹.

La note d'organisation en date du 29 mars 2010 du Marché Libre prévoit dans son article 4.2 les différents cas dans lesquels Euronext peut retirer de la négociation les titres financiers inscrits au Marché Libre. Outre les cas traditionnels techniques de retrait, il est également prévu une procédure *ad hoc*, non réglementée par l'AMF, d'offre de rachat.

A. - Les cas de retrait du Marché Libre

90 - **Disparition des titres financiers ou de la société.** – Il s'agit des cas habituels de disparition des titres financiers ou de la société :

- l'intégralité des titres financiers concernés donne lieu soit à remboursement (pour des titres de créances) soit à forclusion (pour des droits) ;
- à la demande de l'administrateur judiciaire dans le cadre d'une procédure de redressement judiciaire, du liquidateur pour une société en liquidation ou dès l'arrêt d'un plan de cession porté à la connaissance d'Euronext ;
- la société inscrite sur le Marché Libre a fait l'objet d'une fusion-absorption par une autre société et se trouve en conséquence dissoute.

91 - **Transfert de la société.** – Il s'agit du transfert des titres de la société sur le marché d'Euronext Paris ou d'Alternext Paris, c'est-à-dire vers un marché plus réglementé que le Marché Libre. Loin d'être la radiation définitive d'une société cotée, il s'agit au contraire d'une ouverture du capital par le biais d'un placement privé ou d'une offre au public de titres financiers, s'accompagnant d'un renforcement des contraintes réglementaires pesant sur la société cotée.

92 - **Détention de 100 % des titres.** – Il demeure le cas théorique de la demande d'un actionnaire, ou conjointement d'un groupe d'actionnaires, détenant 100 % des titres financiers négociables, situation pour le moins difficile à atteindre.

Le retrait d'un titre financier entraîne le retrait de tous ceux dont la définition fait référence au titre retiré.

B. - La procédure de retrait des négociations

93 - **Mise en œuvre par l'offre de rachat.** – L'article 4.2 de la note d'organisation du Marché Libre prévoit depuis le 1^{er} septembre 2007 une procédure de retrait des négociations, sous la forme d'une offre de rachat, non réglementée par l'AMF, par un ou plusieurs actionnaires majoritaires. Cette procédure permet de faciliter les opérations de « *Public to Private* » sur le Marché Libre.

Auparavant, seule la sortie de la totalité des actionnaires minoritaires permettait d'obtenir la cessation des négociations des actions sur le Marché Libre (V. *supra*). À défaut de disposition spécifique, cette procédure de sortie ne pouvait s'organiser que par voie conventionnelle, échappant à tout contrôle d'Euronext et ne permettant que rarement d'obtenir 100 % des titres financiers nécessaires à la cessation des négociations.

1° Les conditions préalables

94 - **Seuils de 95 % du capital ou des droits de vote.** – L'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire), doit préalablement au retrait de la négociation des titres, d'une part détenir au moins 95 % du capital ou des droits de vote de la société et d'autre part, procéder à une offre de rachat des actions des autres actionnaires.

131. AMF, RC, art. 223-36, al. 2.

132. Position / recommandation AMF n° 2010-03.

133. Règles des Marchés Alternext, art. 3.7.2.

134. Règles des Marchés Alternext, art. 3.4.3.

135. Règles de marché d'Euronext Livre II, art. P 1.4.1 et s.

136. Règles de marché d'Euronext Livre II, art. P 1.4.5 et s.

137. Règles des Marchés Alternext, art. 3.4.3.

138. Règles des Marchés Alternext, art. 3.3 (iii).

139. Règles des Marchés Alternext, art. 3.4.3.

140. Règles des Marchés Alternext, art. 3.8.1.

141. À l'exception des sociétés dont les actions, après avoir été radiées d'un marché réglementé, sont inscrites sur le Marché Libre.

Il convient de souligner que la détention des 95 % est une condition préalable à la procédure de retrait et non à la procédure de rachat. Il n'est, en effet, pas nécessaire de détenir 95% du capital ou des droits de vote de la société pour mettre en œuvre l'offre de rachat. Ainsi, ce seuil de détention peut être atteint par la mise en œuvre de l'offre de rachat, facilitant ainsi le processus de retrait.

2° Les modalités de mise en œuvre de l'offre de rachat

95 - **Titres visés.** – Comme toute offre publique, l'offre de rachat doit porter sur la totalité des titres non détenus par l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire) et ce, sans limitation possible (notamment en prévoyant un seuil de renonciation).

96 - **Durée.** – La durée minimum de cette offre de rachat est de vingt-cinq jours de bourse. Cette durée peut paraître longue puisqu'elle correspond à la durée des offres publiques sur un marché réglementé réalisées selon la « *procédure normale* », c'est-à-dire lorsque l'initiateur détient moins de la moitié du capital ou des droits de vote de la société¹⁴². En outre, la durée minimum d'une offre publique de retrait préalable à un retrait obligatoire sur un marché réglementé est de dix jours de bourse (le seuil de détention préalable étant également de 95 %). Néanmoins, elle peut se justifier par le temps nécessaire à l'information des actionnaires et à leur prise de décision quant à l'apport de leurs titres à l'offre de rachat.

97 - **Obligation d'information.** – L'offre de rachat est également assortie d'obligations d'information à la charge tant de l'initiateur de l'offre que de l'intermédiaire qui l'exécute. L'offre de rachat doit être communiquée selon des modalités permettant d'informer les actionnaires quelle que soit la forme de détention de leurs titres – c'est-à-dire au porteur ou au nominatif. Les derniers états financiers de la société ainsi qu'une « *note succincte* » justifiant du prix proposé doivent en outre être tenus à la disposition des actionnaires. On notera l'absence de protection complémentaire des actionnaires minoritaires concernant le prix de l'offre et notamment par le biais d'une attestation d'équité par un expert indépendant, à l'image de ce qui existait dans le cadre de l'offre de rachat sur Alternext Paris¹⁴³, avant que le retrait obligatoire n'y soit introduit. L'initiateur pourrait néanmoins y recourir afin de faciliter et conforter la décision de l'actionnaire.

98 - **Issue de l'offre de rachat.** – Il convient de préciser que cette procédure permet seulement de retirer de la négociation des titres inscrits sur le Marché Libre. Elle ne peut en aucun cas être assimilée à une procédure dite de retrait obligatoire, à l'issue de laquelle la propriété des titres est transférée à l'actionnaire majoritaire (ou le groupe majoritaire).

En conclusion, le moyen le plus efficace de sortie du Marché Libre, est le transfert sur un autre marché, c'est-à-dire la poursuite de la vie boursière de la société, à l'opposé d'une sortie définitive de la cote avec le maintien d'actionnaires minoritaires.

142. AMF, RG, art. 232-1.

143. Règles d'Alternext Paris, art. 5, 29 mars 2010, modifiées depuis.

4. Annexes

Tableau des retraits obligatoires par rapport aux offres publiques

	2012	2011	2010	2009
Nombre total d'offres publiques	40	54	27	27
dont OPR-RO	9	9	3	6
dont OPAS suivi d'un RO	13	11	5	4
dont OPA suivi d'un RO	1	5	1	1

Source : 1^{er}, 2^e, 3^e et 4^e « Observatoire des Offres Publiques » du cabinet Ricol Lasteyrie

Tableau des transferts d'Euronext Paris sur Alternext Paris

	2012	2011	2010
Nombre de société transférée d'Euronext Paris sur Alternext Paris	3	13	15

Source : Euronext Fact Book 2010, 2011 et 2012

Tableau des sorties du Marché Libre

	2012
Nombre de société radiée du Marché Libre par une offre de rachat	4

Source : Euronext Fact Book

Mots-Clés : Radiation de la cote - Mesure autonome

4 Pactes d'associés : quelle alternative à la règle de modification à l'unanimité ?



**Philippe
BEAUREGARD,**
*avocat associé,
Brunswick Société d'avocats*



**Céline
LEPARMENTIER,**
*avocat,
Brunswick Société d'avocats*



**Magalie
MODRZYK,**
*avocat,
Brunswick Société d'avocats*

Avec la participation de Julien MORTET

LA QUESTION

Les pactes d'associés sont fréquemment conclus pour des périodes relatives longues (5 ans, 10 ans voire plus) et peuvent constituer des conventions particulièrement complexes à tous points de vue.

Ces conventions qui sont un élément déterminant dans la structuration des opérations d'investissements en capital permettent aux différentes catégories d'associés de compléter par des droits et obligations spécifiques, ce qu'elles ne souhaitent pas ou ne peuvent pas stipuler dans les statuts.

Lorsque des stipulations du pacte d'associés sont spécifiques, elles peuvent se révéler au cours de son exécution inadaptées à la situation que les parties avaient anticipée lors de la conclusion du pacte initial.

L'objet du présent article est de présenter les mécanismes contractuels permettant à une ou plusieurs parties au pacte, à l'instar de ce que permettent les règles de majorité requises pour modifier les statuts, d'adapter certaines stipulations du pacte d'associés au cours de son existence, afin de faire face à

certain aléas propres à l'évolution de la situation de la société.

En d'autres termes, l'objectif recherché dans la mise en place de telles clauses d'adaptation unilatérale ou collective est :

- d'éviter des blocages qui seraient dus à l'indisponibilité ou à la passivité d'un associé, et
- de donner de la souplesse dans la modification de clauses qui ne concerneraient pas toutes les parties mais uniquement certaines d'entre elles.

Pour en faciliter l'illustration, le présent article est à replacer dans le contexte des opérations de capital-risque qui, au fil des tours d'investissement successifs, se caractérisent par une multiplication du nombre de parties combinée à une forte hétérogénéité de l'actionnariat (personnes physiques, personnes morales, OPCVM etc.).

Ce phénomène est source de difficultés (parfois simplement matérielles) à réunir en cours de vie du pacte l'ensemble des associés pour procéder à certaines adaptations jugées nécessaires à la pleine exécution de ce dernier.

RÉFÉRENCES

- C. civ, art. 1134

EXPERTISE

Cet article ne traitera pas des modes alternatifs de modification d'un contrat tels que :

- l'avenant contractuel ; ou
- la représentation conventionnelle (ceux-ci supposent directement ou indirectement l'accord de l'unanimité des parties) ; ou encore
- des modes d'aménagement des relations entre associés notamment par la mise en place d'un pacte principal et de pactes secondaires visant à organiser les relations entre certains associés minoritaires détenteurs de valeurs mobilières ou d'options donnant accès au capital (de manière conditionnelle et/ou différée) ; ou enfin
- le regroupement de certains associés au sein d'une structure commune dédiée.

D'une manière générale, les clauses organisant la modification unilatérale ou collective¹ et non automatique de la convention reviennent à conférer à la partie ou aux parties concernées, un pouvoir d'adaptation du pacte, alors même que celui-ci a été initialement conclu entre l'ensemble des parties.

S'agissant d'un pouvoir exorbitant conféré à un ou plusieurs cocontractants, l'on peut s'interroger sur la validité d'une telle faculté de modification du contrat en cours d'exécution, alors que ce dernier est réputé être, au moment de sa conclusion, la loi intangible des parties.

1. La faculté de modification unilatérale ou collective s'oppose à la notion d'unanimité et peut être utilisée par une ou plusieurs parties.

Bien que le Code civil autorise à notre sens, un tel pouvoir d'adaptation unilatéral ou collectif du contrat, il va de soi que l'exercice d'une telle faculté, pour être efficace, devra impérativement respecter tant en amont qu'en aval, un certain nombre de conditions.

Dès lors, après le rappel du cadre légal dans lequel la faculté de modification unilatérale ou collective du pacte d'associés doit s'intégrer (A), il sera présenté trois applications possibles de l'exercice de cette faculté qui sont autant d'illustrations données à titre indicatif des limites qu'il convient de lui apporter (B).

A. - La dérogation possible au principe d'intangibilité du contrat

Cette possibilité de modifier le contrat unilatéralement ou collectivement (peu important que cette modification émane d'un ou plusieurs auteurs) constitue une dérogation à la force obligatoire du contrat proclamée par les dispositions de l'article 1134, alinéa 1 du Code civil.

Toutefois, c'est ce même article 1134 qui incite les parties à organiser leur convention librement, afin de prévenir notamment les aléas.

Ainsi, dès lors que le principe d'une modification unilatérale ou collective a été consenti à la conclusion du pacte d'origine, cette dernière devrait être dispensée d'un nouvel accord des parties.

En termes de mise en œuvre, un certain nombre de précautions devront être respectées :

- le pacte d'associés initial devra comporter de manière distincte et exprime la stipulation du principe de modification unilatérale ou collective et de ses modalités d'exercice ;
- la stipulation de ce pouvoir d'adaptation unilatéral ou collectif du pacte d'associés devra être conforme aux principes applicables en matière de formation des contrats (C. civ., art. 1108 et s).

Il est recommandé de motiver expressément, dans le pacte d'associés, le recours à cette clause de modification unilatérale ou collective en y exprimant le consentement libre et éclairé de chaque partie sur son principe.

L'usage de cette faculté ne pourra en aucun cas se faire dans des conditions *abusives* au détriment des parties ne participant pas à la décision de modification du pacte d'associés.

On le sait, par un arrêt rendu le 22 février 2007, la deuxième chambre civile de la Cour de cassation a eu l'occasion, s'agissant d'un contrat d'assurance sur la vie « *multi-supports* » de juger *abusif* l'exercice par un assureur de la faculté de modifier le contrat unilatéralement, quant à la liste des supports, dès lors qu'il l'avait fait *dans le seul but de neutraliser le jeu d'une clause d'arbitrage à cours connu stipulée au bénéfice du souscripteur*².

B. - Un champ d'application clairement défini

On comprend de ce qui précède que l'usage de ces clauses d'adaptation unilatérale ou collective ne devrait pas avoir pour conséquence de mettre à la charge des parties ne disposant pas de cette faculté, des obligations nouvelles ou une restriction de leurs droits existants.

Cela reviendrait en effet à éluder la préalable et nécessaire négociation entre les parties avec deux conséquences à la clé :

- *en amont*, le principe même de la clause d'adaptation unilatérale ou collective couvrant un champ d'application non défini pourrait ne pas être accepté *ab initio* dans le pacte d'associés, en raison du déséquilibre qu'il est susceptible de générer entre les parties ;
- *en aval*, l'exécution de la clause de telles conditions pourrait être remise en cause sur le terrain de l'abus.

1° L'indispensable mise en place dans le pacte d'origine d'une clause cadre fixant le principe de l'adaptation unilatérale ou collective du pacte d'associés

Cette clause cadre énoncera le principe général d'intangibilité des conventions, à savoir une modification du pacte à l'unanimité de ses signataires (présents ou représentés), puis précisera les modalités selon lesquelles il peut y être dérogré (soit directement dans la clause cadre soit, selon le souhait des parties et/ou du rédacteur, par renvoi aux stipulations spécifiques applicables à chaque article concerné dans le pacte d'associés).

Cette clause cadre indiquera également, directement ou par renvoi, les procédures à respecter pour qu'une modification décidée de manière non unanime puisse être rendue opposable à l'ensemble des parties au pacte.

Article [.....] – Modifications du Pacte – Opposabilité

Toute modification du présent Pacte ne pourra résulter que d'un accord écrit de l'ensemble des Parties.

Par exception à ce qui précède, les Parties reconnaissent qu'il est de leur intention et de leur intérêt communs de faciliter une adaptation des modalités de mise en œuvre de certains des principes et règles de fonctionnement des relations entre associés qui y sont stipulés, fonction de l'évolution de la situation de la Société et des Parties dans le temps, en permettant à certaines d'entre elles (la ou les « **Partie(s) Initiatrice(s)** ») de procéder ou faire procéder à des adaptations du Pacte en cours d'exécution.

Il est expressément convenu entre les Parties que de telles adaptations ne pourront, à peine de nullité, avoir pour conséquence d'augmenter les engagements ou de réduire les prérogatives des Parties sans leur consentement exprès, préalable et écrit.

Lorsque des modalités de modification dérogatoire sont expressément stipulées dans le Pacte, toute modification intervenue dans ce cadre sera (i) formalisée par un avenant au Pacte établi dans les conditions, notamment en ce qui concerne ses signataires, prévues par de telles stipulation dérogatoires, et (ii) réputée être de plein droit opposable à l'ensemble des Parties, à compter de sa Notification par³ [la Société][le Gérant du Pacte⁴][la Partie Initiatrice la plus diligente en cas de carence dans l'exécution de la procédure de Notification] à l'ensemble des Parties <variante 1> dans les conditions de délais stipulées respectivement aux [.....],[.....] et [.....]⁵ ci-après <variante 2> dans les [15] jours ouvrés de la date de signature de l'avenant concerné ».

Une précision doit être apportée : dans sa rédaction ci-dessus, le modèle de clause permet non seulement de se prémunir contre toute indisponibilité d'une partie (quelle qu'en soit la raison), mais également contre l'éventuel exercice par une Partie d'un droit de veto, dans la mesure où une notification est suffisante pour rendre la modification unilatérale ou collective opposable à toutes les parties.

2° Les principales applications envisageables

Nous avons identifié trois types de modifications pouvant être effectuées unilatéralement ou collectivement par une ou plusieurs parties au pacte d'associés.

Les rédacteurs pourront s'inspirer de cette classification pour identifier au cas par cas celles des clauses qui pourraient faire l'objet de modifications unilatérales ou collectives, ce, en sus des illustrations données au présent article.

2. Cass. 2^e civ., 22 févr. 2007 : *JurisData* n° 2007-037474 ; *Bull. civ.* 2007, II, n° 41.

3. Fonction de la procédure prévue dans le Pacte en question.

4. Ce dernier peut être la société émettrice ou un tiers désigné par les parties.

5. Les articles organisant les cas spécifiques de modification du pacte d'associés autrement qu'à l'unanimité des parties seront expressément visés.

a) Les modifications effectuées de manière « automatique » et ne dépendant de la volonté d'aucune partie

● **Principe** : il pourrait être envisagé que les parties au pacte prévoient la possibilité d'adapter certaines clauses de ce dernier en fonction de l'évolution de la Société et du contexte économique, ou de tout autre agrégat économique ou financier à définir entre elles.

Dans une telle hypothèse, l'objectif serait de dé-corréler la modification à effectuer de la volonté des parties, en donnant, dès la signature du pacte, un mandat d'intérêt commun au gérant du pacte (qui peut être la société), à l'effet de procéder à un certain nombre de modifications en cas de réalisation de conditions objectives.

● **Exemple** : nous retiendrons le cas fréquent où une liste de décisions dites « importantes » est stipulée dans le pacte, lesdites décisions ne pouvant être prises par l'organe de direction de la société sans l'accord préalable de son organe de contrôle ou d'administration, à une majorité renforcée ou non.

Cette liste, établie alors que la société serait au début de son développement, pourrait s'avérer à court/moyen terme inadaptée, par exemple lorsque des seuils chiffrés sont posés dont le franchissement à la hausse conditionne la nécessité ou non de solliciter l'autorisation préalable de l'organe précité.

Dans une telle hypothèse, il pourrait être confié à l'organe de contrôle ou d'administration de la société le soin d'adapter cette liste quant à la détermination des opérations visées ou des seuils de déclenchement.

Une telle mise à jour s'imposerait alors à l'ensemble des parties au pacte, sous réserve de sa seule retranscription dans le pacte (qui pourrait donc être effectuée par le gérant du pacte ou la société) et de sa notification à l'ensemble des parties dans les conditions prévues par la clause cadre susvisée intitulée « **Modification du pacte – opposabilité** ».

Article [.....] – Décisions Importantes

Les Décisions Importantes figurant en Annexe [.....] devront être soumises à l'autorisation préalable du [Organe de contrôle ou d'administration], étant précisé que celui-ci prendra ses décisions à la majorité [simple/absolue/qualifiée].

La liste des Décisions Importantes figurant en Annexe [.....], pourra être modifiée sur décision du [Organe de contrôle ou d'administration] à la majorité [simple/absolue/qualifiée], en fonction de l'évolution de l'activité de la Société. En conséquence, et en cas de décision en ce sens de la part du [Organe de contrôle ou d'administration], [le Gérant du Pacte][la Société] devra (i) établir, au nom et pour le compte de l'ensemble des Parties au Pacte, par avenant au Pacte en date de la décision du [Organe de contrôle ou d'administration] y relative, une nouvelle version de l'Annexe [.....] susvisée et (ii) procéder à sa Notification à l'ensemble des Parties au Pacte]

b) Les modifications de clauses concernant l'ensemble des parties effectuées à une « majorité qualifiée »

● **Principe** : dans certains cas où la nature de la modification et/ou l'identité des parties initiatrices ne peuvent être prédéterminées dans le pacte d'associés initial, il peut s'avérer judicieux de prévoir dès la signature de celui-ci, que certaines clauses concernant l'ensemble des parties, pourront être modifiées à une majorité qualifiée convenue entre elles, ce,

– en nombre de signataires (c'est une transposition de la notion de « quorum ») et

– en pourcentage de détention du capital et des droits de vote de la société émettrice,

afin de donner une forme de légitimité à la décision de modification qui serait prise.

On pose pour acquis que l'objet de la modification n'aura pas pour conséquence d'augmenter les engagements de certaines parties ni de restreindre leurs droits au titre du pacte.

● **Exemple** : les pactes contiennent habituellement une liste des transferts libres (non soumis au droit de préemption par exemple) qui peut évoluer et nécessiter une modification de la clause, par exemple lors de l'entrée d'un nouvel investisseur au capital de la société ce, dans un contexte où les parties seraient convenues d'une adhésion pure et simple au pacte initial du nouvel entrant, sans renégociation du pacte existant.

Une telle modification pourrait alors intervenir si une majorité qualifiée des parties au pacte le décide.

Cette modification serait alors opposable à l'ensemble des signataires du pacte, sous réserve de sa notification dans les conditions prévues par la clause cadre susvisée intitulée « **Modification du pacte – opposabilité** ».

Article [.....] – Transferts libres

Le Droit de Préemption ne s'appliquera pas en cas de Transfert effectué par chaque Investisseur :

- (i) au profit d'une Entité Apparentée ;
- (ii) en cas de liquidation, dissolution ou pré-liquidation ;
- (iii) à un autre Investisseur ;
- (iv) à toute Entité de son choix en vue de lui permettre de siéger au sein du [Organe de contrôle ou d'administration] et dans la limite du nombre de Titres requis ;
- (v) Dans le cadre du Droit de Retrait, d'une Introduction en Bourse, de la mise en œuvre d'un Mandat de Vente ou du Droit d'Entraînement prévus au présent Pacte.

La présente liste de Transferts Libres pourra être modifiée par avenant au Pacte établi et signé par une Majorité Qualifiée (telle que définie ci-dessous) des Parties afin de compléter de tous autres Transferts qui seraient considérés par ladite Majorité Qualifiée comme pouvant être assimilés à des Transferts Libres d'ores-et-déjà listés.

Tout avenant au Pacte établi dans le cadre de la présente stipulation devra faire l'objet d'une Notification par [.....]⁶ à l'ensemble des Parties dans les conditions de délais stipulées à l'Article [.....]

Où **Majorité Qualifiée** signifie, pour les besoins du présent Article, l'accord de plusieurs Parties :

- (i) représentant en nombre de signataires plus des [deux tiers][trois-quarts] du nombre total de Parties au Pacte⁷, ce nombre étant arrêté à la date à laquelle est appréciée l'atteinte ou non de la Majorité Qualifiée ; et
- (ii) détenant en capital au moins [90] %⁸ des actions⁹ composant le capital social de la Société à la date à laquelle est appréciée l'atteinte ou non de la Majorité Qualifiée, sur une [Base Non Diluée].

c) Les modifications unilatérales ou collectives du pacte effectuées par les seules parties concernées par de telles adaptations

● **Principe** : certaines stipulations du pacte ayant été conclues exclusivement dans l'intérêt de certaines parties au pacte (en tant que bénéficiaires d'un droit) ou s'imposant à certaines d'entre elles (en tant que débitrices d'une obligation), il pourrait être envisagé que la modification de celles-ci puisse n'être décidée que par les parties concernées, vérification faite qu'une telle modification ne porte préjudice aux droits d'aucune autre partie.

● **Exemple** : les modalités, les conditions d'exercice et l'étendue des droits d'information périodique et/ou d'audit

6. Fonction de la procédure prévue au pacte.
 7. Ce seuil devra être adapté pour tenir compte des parties telles que par exemple des véhicules d'investissement représentés par la même société de gestion. En cas de rumpus, il sera prévu des modalités de détermination de l'arrondi.
 8. Ce pourcentage devra être convenu par avance entre les parties et devra être représentatif de l'actionariat de la société
 9. Il est possible d'instituer une différenciation fonction des catégories d'actions et de titres financiers.

généralement conférés par la société ou ses dirigeants à certains associés (investisseurs par exemple) au sein des pactes peuvent nécessiter une adaptation selon l'évolution de la situation de la société et de son actionnariat.

Une telle modification ne concernant que certaines parties au pacte (les investisseurs par exemple ou certains actionnaires minoritaires), celle-ci pourrait donc intervenir par un accord entre la société ou ses dirigeants d'une part, et les investisseurs concernés d'autre part, sous réserve de sa notification à l'ensemble des autres parties au pacte, dans les conditions prévues par la clause cadre susvisée intitulée « **Modification du pacte – opposabilité** ».

Article [.....] – Droit d'information périodique

Monsieur [.....], tant qu'il aura la qualité de Président de la Société, s'engage à faire en sorte que les organes de direction de la Société préparent et communiquent [à l'Investisseur] [aux Investisseurs] les documents et informations suivants :

• [.....].

Les modalités, les conditions d'exercice et l'étendue de ce droit d'information périodique pourront être modifiées par avenant au Pacte conclu exclusivement entre Monsieur [.....], en sa qualité de Président de la Société (débitéur de l'obligation d'information périodique) d'une part et le(s) Investisseur(s), créancier(s) de l'obligation d'information périodique d'autre part.

Toute modification du Pacte établie dans le cadre du présent article devra (i) être formalisée par un avenant au Pacte et (ii) faire l'objet d'une Notification par [.....]¹⁰ à l'ensemble des Parties dans les conditions de délais stipulées à l'Article [.....].

Mots-Clés : Pacte - Unanimité - Intangibilité - Abus

10. Fonction de la procédure prévue au pacte.

Pub_24 : apr1304_p24.pdf