



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

RAPPORT

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris (HCJP)
concernant la réforme
du retrait obligatoire de la cote*

26 mars 2018



RÉFORME DU RETRAIT OBLIGATOIRE DE LA COTE

Le droit positif français peut être considéré comme offrant des possibilités de sortie trop retreintes aux émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou organisé. Le comité de Droit des sociétés du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris a ainsi estimé utile d'étudier l'opportunité d'assouplir les conditions entourant la sortie de la cote. Un groupe de travail, présidé par Stéphane Torck, a été mis en place à cette fin.

D'une part, en fixant le seuil du retrait obligatoire à 95%, le droit français peut favoriser les comportements de blocage d'actionnaires minoritaires qui prennent des participations propres à leur permettre de faire obstacle à l'exercice du retrait obligatoire et à monnayer le seuil de 95%¹.

D'autre part, pour ceux des émetteurs qui ne parviennent pas à atteindre le seuil du retrait obligatoire, s'il est vrai que les règles de marché Euronext permettent à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires qui détiennent au moins 90% des droits de vote de demander à l'entreprise de marché la radiation de la cote au terme d'une offre publique d'achat simplifiée (OPAS), la condition d'illiquidité exigée par le texte peut être jugée trop exigeante. Par ailleurs, comme en témoigne la bataille judiciaire autour du retrait de la cote des titres de la société *Radiall*, cette procédure est source de débats juridiques, que la décision de la cour d'appel de Paris rendue dans cette affaire le 18 mai 2017 n'a pas définitivement ou complètement purgés².

Dans ce contexte, il ressort des conclusions du groupe de travail, au terme des auditions menées et des réflexions engagées en son sein, qu'une amélioration des conditions de sortie de la cote doit être promue au bénéfice d'une meilleure attractivité du marché réglementé et du marché organisé, la conviction s'étant faite que de faibles possibilités de sortie sont de nature à dissuader les demandes d'admission à la cote. Spécifiquement, il est apparu que la solution consistant à abaisser le seuil du retrait obligatoire de 95% à 90% constituait la voie à emprunter. Si le groupe de travail a envisagé d'autres pistes, comme les techniques de radiation résultant d'une décision de l'assemblée générale des actionnaires, il a été conduit à estimer que ces procédés, complexes, étaient porteurs de désordres.

¹ Ce fut le cas, notamment, pour *Camaïeu*, *Buffalo Grill*, *APRR*, *Radiall*.

² *Paris*, 5-7, 18 mai 2017, n° 2016/26029, *Orfim et Financière de l'Échiquier c/ Radiall*. Ainsi que la cour d'appel de Paris l'a jugé dans son arrêt du 18 mai 2017, lorsque le ou les actionnaires majoritaires, lors de la demande de radiation, détiennent plus de 95% du capital ou des droits de vote, la demande de radiation peut toujours être fondée sur l'article P. 1.4.2, à l'exclusion du retrait obligatoire, à l'effet de priver, le cas échéant, les minoritaires de la protection que leur accorde l'évaluation des titres 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.



Si un abaissement généralisé du seuil du retrait obligatoire a dans un premier temps été retenu, comprenons indépendamment du fait générateur du retrait -à l'issue d'une offre publique de retrait ou à l'issue de toute offre publique-, certaines des auditions menées, principalement celle de l'ADAM et de représentants de gérants de fonds, ont conduit le groupe de travail à proposer un abaissement sélectif du seuil du retrait obligatoire, au profit des seuls retraits exercés à l'issue d'une offre publique initiée par une ou plusieurs personnes agissant de concert ne détenant pas le contrôle de la société émettrice. Cette position, qui mérite d'être expliquée, est le fruit d'un compromis, que le groupe de travail juge équilibré, entre la nécessité d'améliorer les conditions de sortie de la cote au profit des sociétés émettrices et celle d'assurer un niveau de protection suffisant aux actionnaires minoritaires et aux investisseurs, lesquels participent également au bon fonctionnement du marché et à son attractivité.

Après avoir rappelé l'état du droit applicable en France sur le retrait obligatoire et la radiation de la cote (1.), puis exposé les raisons qui ont conduit le groupe de travail à opérer un choix en faveur d'un système dual (2.), le présent rapport fera des propositions de modifications de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier (3.).



TABLE DES MATIÈRES

1 – Le droit applicable au retrait obligatoire et à la radiation de la cote	5
1.1 - Le retrait obligatoire	5
1.1.1 - Le dispositif français.....	7
1.1.2 - Le dispositif de la directive OPA.....	6
1.2 - La demande de radiation de la cote	8
1.2.1 - Sur Euronext Paris.....	8
1.2.2 - Sur Euronext Paris Growth.....	9
1.2.3 - Sur Euronext Access (anciennement marché libre).....	9
2 – L’option pour un abaissement sélectif du seuil du retrait obligatoire à 90%	10
3 – Propositions de modifications de l’article L. 433-4 du Code monétaire et financier	12
Composition du groupe de travail	17



1. Le droit applicable au retrait obligatoire et à la radiation de la cote

Si l'on met de côté les hypothèses de radiation de la cote qui tiennent au non-respect, dans le temps, des conditions d'admission, aux opérations de restructuration ou à la liquidation judiciaire de la société émettrice, lesquelles méritent de demeurer hors du champ de toute proposition de réforme, en l'état actuel du droit français, le retrait de la cote résulte soit de la mise en œuvre du retrait obligatoire (1.1), soit d'une demande de radiation volontaire mise en œuvre en vertu des règles de marché Euronext (1.2).

1.1 - Le retrait obligatoire

Il sera distingué entre le dispositif français (1.1.1) et le dispositif européen (1.1.2).

1.1.1 - Le dispositif français

En vertu de l'article L. 433-4, II et III du Code monétaire et financier, le ou les actionnaires majoritaires, agissant seuls ou de concert, représentant au moins 95% du capital et des droits de vote peuvent, moyennant indemnisation, exiger le transfert à leur profit des titres détenus par les actionnaires minoritaires. Cette exclusion des actionnaires minoritaires suppose que le seuil de 95% soit atteint, à l'issue d'une offre publique de retrait ou à l'issue de toute offre publique. Il n'est donc pas possible de procéder au retrait obligatoire sans qu'une offre publique préalable le soutienne.

Conformément à l'article L. 433-4, II, du Code monétaire et financier et à l'article 237-1 du RG AMF, le retrait obligatoire peut être mis en œuvre à la suite d'une demande ou d'une offre de retrait³, visée à l'article L. 433-4, I, 1° du Code monétaire et financier⁴. En vertu de l'article L. 433-4, III, du Code

³ Art. L. 433-4, II, CMF : « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles, à l'issue d'une procédure d'offre ou de demande de retrait, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés ; l'évaluation des titres, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs tient 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. L'indemnisation est égale, par titre, au résultat de l'évaluation précitée ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait. Le montant de l'indemnisation revenant aux détenteurs non identifiés est consigné ».

⁴ Art. L. 433-4, I, 1° du CMF : « le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions applicables aux procédures d'offre et de demande de retrait dans les cas suivants (...) lorsque le ou les actionnaires majoritaires d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou dont les titres ont cessé d'être négociés sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen détiennent de concert, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, une fraction déterminée des droits de vote ».



monétaire et financier et de l'article 237-14 du RG AMF, le retrait obligatoire peut également être mis en œuvre à l'issue de toute offre publique (comprendons une offre autre qu'une offre de retrait)⁵.

Dans ce cadre, il convient de préciser ce qui suit :

- le retrait obligatoire est applicable sur le marché réglementé (Euronext Paris)⁶ mais aussi sur le marché Euronext Growth (anciennement Alternext), marché organisé, par application combinée de l'article L. 433-4, V du Code monétaire et financier⁷ et de l'article 231-1, 2° du RG AMF ;
- le retrait obligatoire porte sur les titres donnant ou pouvant donner accès au capital⁸ ;
- en cas de retrait obligatoire consécutif à une demande ou une offre de retrait, conformément à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et à l'article 237-2 du RG AMF, le prix résulte d'une évaluation des titres de la société visée, 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 ;
- en cas de retrait obligatoire mis en œuvre à l'issue de toute offre publique, conformément à l'article L. 433-4, III du Code monétaire et financier et à l'article 237-16, I, du RG AMF, le retrait comprend le règlement en numéraire de la dernière offre lorsque l'offre était soumise à la procédure normale ou que l'AMF a disposé de l'évaluation résultant de la méthode multicritères et du rapport de l'expert

⁵ Art. L. 433-4, III du CMF : « sans préjudice des dispositions du II, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles, à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés. Dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation mentionnée au II. Lorsque la première offre publique a eu lieu en tout ou partie sous forme d'échange de titres, l'indemnisation peut consister en un règlement en titres, à condition qu'un règlement en numéraire soit proposé à titre d'option, dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Lorsque les titulaires de titres ne sont pas identifiés, dans les conditions mentionnées à l'article L. 228-6-3 du code de commerce, l'indemnisation est effectuée en numéraire et son montant consigné ».

⁶ Concernant les instruments financiers admis sur le marché Euronext Paris, lorsque l'AMF est l'autorité compétente pour le contrôle des offres, conformément à l'article L. 433-1, I et II, du Code monétaire et financier.

⁷ Art. L. 433-4, V, du CMF : « le 1° du I et les II à IV sont également applicables, dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, aux instruments financiers négociés sur tout marché d'instruments financiers ne constituant pas un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, lorsque la personne qui gère ce marché en fait la demande auprès de cette autorité ».

⁸ Conformément à l'article L. 433-4, IV du Code monétaire et financier et à l'art. 237-1 du RG AMF, il en va ainsi « dès lors que les titres de capital susceptibles d'être créés par conversion, souscription, échange, remboursement, ou de toute autre manière, des titres donnant ou pouvant donner accès au capital non présentés, une fois additionnés avec les titres de capital existants non présentés, ne représentent pas plus de 5 % de la somme des titres de capital existants et susceptibles d'être créés ».



indépendant. A défaut, le prix résulte d'une évaluation des titres de la société visée, 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, conformément à l'article 237-16, II, du RG AMF.

1.1.2 - Le dispositif de la directive OPA

Selon l'article 15, paragraphes 1 et 2 de la directive OPA⁹ :

« 1. Les États membres veillent, lorsqu'une offre a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité de leurs titres, à ce que les paragraphes 2 à 5 s'appliquent.

2. Les États membres veillent à ce qu'un offrant puisse exiger de tous les détenteurs des titres restants qu'ils lui vendent ces titres pour un juste prix. Les États membres introduisent ce droit dans un des deux cas suivants :

a) lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote et 90 % des droits de vote de la société visée, ou

b) lorsque, à la suite de l'acceptation de l'offre, il a acquis ou s'est fermement engagé par contrat à acquérir des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote de la société visée et 90 % des droits de vote faisant l'objet de l'offre.

Dans le cas visé au point a), les États membres peuvent fixer un seuil plus élevé pour autant toutefois qu'il ne dépasse pas 95 % du capital assorti de droits de vote et 95 % des droits de vote ».

Le droit français a opté en substance pour la faculté prévue à l'article 15, paragraphe 2, a), en fixant le seuil du retrait obligatoire à 95%. L'option prévue au b) est beaucoup plus exigeante puisqu'elle implique, pour le déclenchement du retrait obligatoire, que l'actionnaire majoritaire détienne entre 90% et 95% des titres de capital et des droits de vote faisant l'objet de l'offre publique, à l'issue de laquelle le retrait obligatoire est mis en œuvre.

Il ressort du dispositif européen et des options qu'il offre qu'un abaissement du seuil du retrait obligatoire à 90% est envisageable. Il en ressort également que dans l'optique d'un abaissement du seuil du retrait obligatoire à 90 %, l'option pour l'article 15, paragraphe 2, a), devrait être conservée. En effet, l'option figurant au point b), en ce qu'elle contraint l'offrant à acquérir 90% des droits de vote faisant l'objet de l'offre, conduirait, le cas échéant, à rendre plus difficile la mise en œuvre du retrait obligatoire par rapport au régime actuellement en vigueur en droit français.

⁹ Directive 2004/25 CE, du 21 avril 2004.



Enfin, la directive OPA n'interdit pas d'opérer un abaissement sélectif du seuil du retrait obligatoire à 90%.

1.2 - La demande de radiation de la cote

1.2.1 - Sur Euronext Paris

Conformément à l'article P.1.4.1 des règles du marché Euronext Paris, un émetteur peut demander la radiation de ses Titres de capital à l'issue d'une offre publique simplifiée (« l'offre liée à la radiation »), pour autant qu'il :

- (i) démontre que l'initiateur de l'offre liée à la radiation¹⁰ détient 90% au moins des droits de vote associés aux Titres de capital de l'Émetteur à la date de la demande de radiation ;
- (ii) démontre que sur les 12 derniers mois (calendaires) précédant sa demande de radiation le montant total négocié sur les Titres de capital de l'Émetteur représente moins de 0,5% de la capitalisation boursière de l'Émetteur ;
- (iii) dépose cette demande après qu'un délai de 180 jours (calendaires) s'est écoulé depuis toute offre publique antérieure à l'offre liée à la radiation ;
- (iv) démontre que l'initiateur de l'offre liée à la radiation s'est engagé pour une période de 3 mois à compter de la clôture de cette offre à acquérir, à un cours égal à celui de l'offre, les Titres de capital des actionnaires minoritaires qui n'ont pas apporté leurs titres à l'offre ;
- (v) démontre que l'initiateur de l'offre liée à la radiation s'est engagé pour une période transitoire d'un exercice financier annuel suivant l'année durant laquelle la radiation de l'Émetteur prend effet à :
 - publier tout franchissement qu'il effectuerait à la hausse ou à la baisse du seuil de 95% des Titres de capital de l'Émetteur dont les titres sont radiés ou des droits de vote associés, et
 - ne pas proposer directement ou indirectement à l'ordre du jour d'une assemblée générale des actionnaires de l'Émetteur dont les titres sont radiés la modification de sa forme sociale pour devenir une société par actions simplifiée.

¹⁰ L'offre liée à la radiation s'entend de toute offre publique d'achat simplifiée ou toute offre publique d'échange simplifiée (pour autant que cette dernière comporte une option en numéraire) au sens du droit français, ou toute offre publique sous régime juridique équivalent si l'Autorité des marchés financiers n'est pas l'autorité compétente pour la supervision de l'offre.



La capitalisation boursière prise en compte aux fins du seuil de 0,5 % est celle relevée à la fin du dernier mois précédant la demande de radiation et le montant total négocié est calculé sur une période rétrospective de 12 mois à partir de cette même date en prenant en compte les opérations réalisées sur le carnet d'ordres central du marché réglementé Euronext Paris et celles hors carnet réputées effectuées sur le même marché réglementé. Les périodes où des offres publiques se déroulaient au sein de la période de 12 mois précitée (« périodes d'offre » au sens du règlement général de l'AMF) sont exclues du calcul.

L'instruction Euronext Paris N3-09 précise la méthode de calcul du seuil de 0,5% en mettant en place un test de vélocité censé traduire la situation d'illiquidité du titre de la société émettrice : la vélocité est égale au montant total des capitaux échangés calculé divisé par la capitalisation boursière fin du mois précédent : $V = M^{11}/CB$ (capitalisation boursière)¹².

Si V est inférieur à 0,5%, alors les autres critères prévus par l'article P 1.4.2 doivent également être respectés pour que la demande de radiation puisse être présentée ; si au contraire V est supérieur ou égal à 0,5%, la demande de radiation ne peut être prise en compte.

En présence d'une offre publique simplifiée, qu'impose la mise en œuvre de l'article P. 1.4.2 des règles du marché Euronext, le recours à un expert indépendant est requis et l'article 233-3 du RG AMF prévoit que « le prix stipulé par l'initiateur de l'offre ne peut être inférieur, sauf accord de l'AMF, au prix déterminé par le calcul de la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les soixante jours de négociation précédant la publication de l'avis mentionné au premier alinéa de l'article 223-34, ou, à défaut, de l'avis de dépôt du projet d'offre mentionné à l'article 231-14 ». Au surplus, l'AMF, conformément à l'article 231-21, 5°, examinera les conditions financières de l'offre au regard notamment du rapport de l'expert indépendant, dont la désignation est requise en vertu de l'article 261-1, I, 1°.

1.2.2 - Sur Euronext Growth

En vertu de l'article 4.6 des règles du marché Euronext Growth¹³, l'article P. 1.4.2, de même que l'instruction Euronext Paris N3-09, sont applicables à la demande de radiation.

1.2.3 - Sur Euronext Access (anciennement marché libre)

En vertu de l'art. 5.2, 4) des règles du marché Euronext Access Paris :

¹¹ M = somme pour toutes les transactions du marché Euronext du montant par transaction (nombre de titres échangés x cours de la transaction).

¹² Capitalisation boursière CB = nombre de titres fin de mois x dernier cours fin de mois.

¹³ Partie II, règles non harmonisées applicables sur Euronext Growth Paris.



- une personne ou un groupe de personnes agissant de concert détiennent 90% du capital ou des droits de vote et une offre de rachat à l'intention des autres actionnaires a été effectuée, par ledit groupe majoritaire ou l'Émetteur, étant précisé que le seuil de 90% peut avoir été atteint à l'issue de cette offre ou correspondre à une détention préalable ;

- l'offre doit avoir une durée minimum de 25 jours de bourse et être communiquée selon des modalités permettant d'informer les actionnaires quelle que soit la forme de détention de leurs titres. L'initiateur de l'offre et l'intermédiaire qui l'exécute tiennent directement à la disposition des autres actionnaires les derniers états financiers de l'Émetteur ainsi qu'un rapport d'évaluation effectué par un expert indépendant justifiant le prix proposé¹⁴.

2. L'option pour un abaissement sélectif du seuil du retrait obligatoire à 90%

La directive OPA autorise l'abaissement du seuil du retrait obligatoire de 95% à 90%, que cet abaissement soit général, peu important alors la nature de l'offre à l'issue de laquelle le retrait est exercé, ou sélectif, pour ne concerner que les retraits mis en œuvre à l'issue d'un type particulier d'offres.

Dans ce cadre, le groupe de travail est favorable à un abaissement du seuil du retrait obligatoire à 90%, uniquement lorsque le retrait est exercé à l'issue d'une offre publique pour laquelle l'initiateur, agissant seul ou de concert, ne contrôlait pas la société émettrice. Plusieurs raisons permettent d'expliquer ce choix.

Si l'exercice du retrait obligatoire n'est pas, *expressis verbis*, subordonné à une condition d'illiquidité du titre de la société émettrice, fixé à un seuil de 95%, il est aujourd'hui perçu comme présupposant une situation de liquidité faible. S'il apparaît au surplus clairement que le retrait obligatoire est conçu pour permettre à l'actionnaire majoritaire de s'épargner les contraintes liées à la cotation alors que la part du « flottant » est faible et que l'intérêt des actionnaires minoritaires au maintien de la cotation en ressort objectivement amoindri et s'il apparaît au total que le bon fonctionnement du marché, lequel dépend aussi des chances réelles de sortie de la cote, justifie un tel processus d'exclusion, il n'est pas possible d'ignorer que ces considérations ou justifications perdent en pertinence à mesure que le seuil du retrait obligatoire est abaissé. Pour dire les choses autrement, l'abaissement du seuil du retrait obligatoire de 95% à 90% est mal perçu par les actionnaires minoritaires et les fonds d'investissement, lesquels considèrent que les raisons qui peuvent légitimer leur exclusion cessent en présence d'un actionnaire majoritaire qui ne détient que 90% du capital et des droits de vote de la société émettrice.

¹⁴ Les présentes conditions de procédure s'entendent sans préjudice de l'application potentielle du règlement général de l'AMF aux offres publiques de retrait portant sur certaines sociétés en provenance du marché « Hors Cote » et qui avaient préalablement fait l'objet d'une radiation d'un marché réglementé



Dans ces conditions, il apparaît clairement que la question du prix du retrait obligatoire devient centrale.

Lorsque le retrait obligatoire est exercé à l'issue d'une offre de retrait, conformément à l'article L. 433-4, II, du Code monétaire et financier, le prix du retrait obligatoire -le montant de l'indemnisation offerte aux actionnaires minoritaires- n'est pas le prix de cette offre mais le prix tel qu'il résulte d'une évaluation des titres de la société visée, 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.

Or la garantie offerte par l'évaluation multicritères peut, dans certains cas, ne pas apparaître suffisante. En effet, en présence d'un retrait obligatoire mis en œuvre à la suite d'une offre de retrait, le risque peut exister que, selon l'époque considérée, appelée à devenir pour l'initiateur une époque propice, la valeur ou le niveau des éléments entrant dans le calcul du juste prix ne soient pas favorables aux actionnaires minoritaires, tandis que l'AMF se borne à contrôler que la méthode multicritères a été dûment mise en œuvre pour la fixation de ce juste prix.

Cette situation explique que devant le risque ou la menace qu'une offre publique de retrait soit initiée en vue du retrait obligatoire, certains actionnaires minoritaires se positionnent de telle sorte que le seuil de 95% ne soit pas atteint par l'initiateur, sauf pour celui-ci à offrir un prix considéré par eux comme constituant un juste prix, reflétant la valeur de la société dans le contexte de sa sortie de la cote. Il faut admettre que comme il existe une prime à la prise de contrôle, il puisse exister une prime à la sortie de la cote.

Dans un tel contexte, on comprend que l'abaissement généralisé du seuil du retrait obligatoire de 95% à 90% pourrait venir potentialiser le risque que le retrait obligatoire et l'offre de retrait qui la soutient soient mises en œuvre à une époque et selon des conditions qui sont possiblement défavorables aux actionnaires minoritaires, tandis qu'il sera à ceux-ci plus difficile ou plus coûteux d'y faire barrage. Il convient de conserver ce point à l'esprit, tandis qu'est évoquée la possibilité pour l'État de prendre des niveaux de participation lui permettant de bloquer la sortie de la cote d'entreprises stratégiques.

Au regard de ce qui précède, la ligne de partage entre un retrait obligatoire à 95% et un retrait obligatoire à 90% aurait pu emprunter à la distinction, posée par l'article L. 433-4, II et III, du Code monétaire et financier, entre les retraits mis en œuvre à l'issue d'une offre publique de retrait et les retraits mis en œuvre à l'issue de toute offre au public. Suivant cette distinction, le seuil du retrait obligatoire aurait été abaissé à 90% lorsque le retrait avait vocation à être exercé à l'issue d'une offre soumise à la procédure normale -offre volontaire ou offre publique obligatoire- ou à l'issue d'une offre dite de fermeture -offre publique simplifiée pour laquelle l'initiateur, agissant seul ou de concert, détient au moins 50% du capital et des droits de vote de la société émettrice.

Le groupe de travail a néanmoins considéré que la ligne de partage gagnerait à se situer entre les retraits obligatoires mis en œuvre à l'issue d'une offre publique pour laquelle l'initiateur ne contrôle



pas la société émettrice et les retraits obligatoires mis en œuvre à l'issue d'une offre publique pour laquelle l'initiateur contrôle déjà la société émettrice, pour détenir 50% de son capital et de ses droits de vote.

En effet, l'idée qui a guidé le groupe de travail, dans un souci légitime de protection des actionnaires minoritaires et des investisseurs, tient à l'assurance que le prix du retrait obligatoire présente pour eux un caractère objectivement incontestable, justifiant ainsi que le seuil de leur exclusion soit abaissé. Or au fond, ce prix n'est objectivement incontestable que lorsqu'il a été plébiscité par le marché, au résultat d'une offre publique ayant permis la prise de contrôle de la société émettrice par un initiateur « partant de loin », typiquement d'une offre publique initiée par une ou plusieurs personnes agissant de concert détenant moins de 50% du capital et des droits de vote de la société. Cette garantie n'est pas systématiquement offerte dans le contexte d'une offre de fermeture initiée par l'actionnaire de contrôle, lequel, pour atteindre le seuil du retrait obligatoire, peut, selon les cas, n'avoir que 10, 15 ou 20% des titres à acquérir, le cas échéant, non pas par la voie d'une offre publique mais par celle d'une acquisition de bloc.

Alors certes, une telle proposition pourra être considérée comme ayant un impact plus limité qu'un abaissement généralisé du seuil du retrait obligatoire à 90%. Cette conclusion pourrait toutefois jouer en trompe l'œil si l'on veut bien voir que la réforme du retrait obligatoire ne doit pas conduire les fonds d'investissement à « bouder » le marché français, ce qu'ils pourraient faire si les conditions de leur exclusion future leur devenaient défavorables.

Au surplus, il convient de relever que le système proposé par le groupe de travail aurait vocation à se combiner avec la procédure de radiation de la cote, régie par les règles de fonctionnement du marché Euronext. De telle sorte que pour les sociétés contrôlées, une radiation à 90% des droits de vote demeure envisageable. Alors certes, aujourd'hui, le test de liquidité mis en œuvre dans le cadre de cette procédure est particulièrement exigeant, mais rien n'empêche, à l'usage, de pouvoir le reconsidérer, à l'effet de faire de ce mécanisme de radiation la variable d'ajustement du système aujourd'hui proposé par le groupe de travail. Alors certes encore, l'articulation de ce mécanisme de radiation et du retrait obligatoire à 95% n'est pas pleinement satisfaisant, le « prix de la radiation » n'étant pas celui établi en vertu de la méthode multicritères alors même qu'à l'issue de l'offre publique simplifiée, l'actionnaire majoritaire a franchi le seuil de 95% du capital et des droits de vote. Dans une telle configuration, il est parfaitement possible de demander à Euronext de modifier son règlement pour prévoir qu'en ce cas, le « prix de la radiation » n'est pas celui de l'offre publique simplifiée mais un juste prix établi à partir de la méthode multicritères.

3. Propositions de modifications de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier

L'article L. 433-4 du Code monétaire et financier devrait être modifié pour tenir compte de l'abaissement du seuil du retrait obligatoire à 90% lorsque le retrait est mis en œuvre à l'issue



d'une offre publique pour laquelle l'initiateur, agissant seul ou de concert, détenait, directement ou indirectement, moins de 50% du capital et des droits de vote de la société.

Cette modification pourrait conduire, comme proposé par le groupe de travail, à simplifier le texte de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier, par la fusion de son II et de son III. Il apparaît en effet qu'il peut être laissé au règlement général de l'AMF, suivant en cela les prescriptions du nouvel article L. 433-4, II, le soin de préciser, comme aujourd'hui mais en opérant une nouvelle distribution des articles concernés, les modalités de fixation du prix du retrait obligatoire, suivant la configuration envisagée. Il est néanmoins parfaitement possible de maintenir la structure actuelle de l'article L. 433-4, II et III.

Les seuils, en ce compris le seuil du retrait obligatoire à 95%, seraient exprimés en capital et en droit de vote, en conformité avec l'article 15 de la directive OPA, étant précisé que l'autorité de marché a toujours considéré que le seuil du retrait obligatoire devait être calculé en capital et en droits de vote¹⁵. Il s'agit donc d'une mise en conformité formelle.

Enfin, et même si cette modification concerne le règlement général de l'AMF, il conviendra probablement de prévoir, lorsque le retrait obligatoire est exercé alors que l'actionnaire majoritaire détient au moins 90% du capital et des droits de vote de la société, la possibilité de rouvrir l'offre initiale pendant un certain délai avant que le retrait ne soit effectivement mis en œuvre.

¹⁵ Déc. GLM SA, 199C1016. Rapport Annuel CMF, 2000, p. 17, note 3.



Article L. 433-4 du code monétaire et financier actuel

I. – Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions applicables aux procédures d'offre et de demande de retrait dans les cas suivants :

1° Lorsque le ou les actionnaires majoritaires d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou dont les titres ont cessé d'être négociés sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen détiennent de concert, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, une fraction déterminée des droits de vote ;

2° Lorsqu'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen prend la forme d'une société en commandite par actions ;

3° Lorsque la ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, une société dont le siège est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés, ou décident le principe de la fusion de cette société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital. Dans ces cas, l'Autorité des marchés financiers apprécie les conséquences de l'opération au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou de droits de vote de la société pour décider s'il y a lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait.

Article L. 433-4 modifié

I. – Inchangé

Commentaires



II. – Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles, à l'issue d'une procédure d'offre ou de demande de retrait, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés ; l'évaluation des titres, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs tient 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. L'indemnisation est égale, par titre, au résultat de l'évaluation précitée ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait. Le montant de l'indemnisation revenant aux détenteurs non identifiés est consigné.

III. – Sans préjudice des dispositions du II, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles, à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés. Dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation mentionnée au II. Lorsque la première offre publique a eu lieu en tout ou partie sous forme d'échange de titres, l'indemnisation peut consister en un règlement en titres, à condition qu'un règlement en numéraire soit proposé à titre d'option, dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Lorsque les titulaires de titres ne sont pas identifiés, dans les conditions mentionnées à l'article L. 228-6-3 du code de commerce, l'indemnisation est effectuée en numéraire et son montant consigné.

II. – 1° Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions dans lesquelles, à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre, **les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote, lorsque la personne ayant déposé le projet d'offre, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, détenait alors, directement ou indirectement, moins de 50% du capital et des droits de vote, ou dès lors que ces titres ne représentent pas plus de 5% du capital et des droits de vote dans les autres cas**, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés.

2° Dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs tient 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.

3° Lorsque la première offre publique a eu lieu en tout ou partie sous forme d'échange de titres, l'indemnisation peut consister en un règlement en titres, à condition qu'un règlement en numéraire soit proposé à titre d'option, dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

4° Le montant de l'indemnisation revenant aux détenteurs non identifiés est consigné. En outre, lorsque les titulaires de titres visés au 3° ne sont pas identifiés, dans les conditions mentionnées à l'article L. 228-6-3 du code de commerce, l'indemnisation est effectuée en numéraire et son montant consigné.

Fusion du II et du III actuels, en un II unique à des fins de simplification et découpage du nouveau II en paragraphes.

Modification de la rédaction du seuil de retrait obligatoire pour une mise en conformité formelle de la disposition avec la directive OPA (cf. article 15 2.)

Si l'initiateur détient, avant son offre publique, moins de 50% du capital et des droits de vote, le retrait obligatoire peut intervenir dès lors que les actionnaires minoritaires ne détiennent pas, à l'issue de cette offre, plus de 10% du capital et des droits de vote.

Si l'initiateur détient, avant son offre publique, au moins 50% du capital et des droits de vote, le retrait obligatoire peut intervenir dès lors que les actionnaires minoritaires ne détiennent pas, à l'issue de cette offre, plus de 5% du capital et des droits de vote (maintien du système actuel dans ce cas).

L'article L. 433-4 ne distingue plus, pour la fixation du prix du retrait, selon que celui-ci est exercé à la suite d'une offre de retrait ou à la suite de toute offre publique. Mais comme aujourd'hui, le RG AMF procédera à cette distinction.



IV. – Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles la procédure mentionnée au II et III porte sur les titres donnant ou pouvant donner accès au capital, dès lors que les titres de capital susceptibles d'être créés par conversion, souscription, échange, remboursement, ou de toute autre manière, des titres donnant ou pouvant donner accès au capital non présentés, une fois additionnés avec les titres de capital existants non présentés, ne représentent pas plus de 5 % de la somme des titres de capital existants et susceptibles d'être créés.

V. - Le 1° du I et les II à IV sont également applicables, dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, aux instruments financiers négociés sur tout marché d'instruments financiers ne constituant pas un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, lorsque la personne qui gère ce marché en fait la demande auprès de cette autorité.

III. – Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles la procédure mentionnée au II porte sur les titres donnant ou pouvant donner accès au capital, dès lors que les titres de capital susceptibles d'être créés par conversion, souscription, échange, remboursement, ou de toute autre manière, des titres donnant ou pouvant donner accès au capital non présentés, une fois additionnés avec les titres de capital existants non présentés, **ne représentent pas plus de 10% ou de 5%, selon les cas**, de la somme des titres de capital existants et susceptibles d'être créés, selon les cas visés au II 1°.

IV. - Le 1° du I et les II et III sont également applicables, dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, aux instruments financiers négociés sur tout marché d'instruments financiers ne constituant pas un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, lorsque la personne qui gère ce marché en fait la demande auprès de cette autorité.

Le IV actuel devient le III.

Adaptation des seuils de retrait obligatoire sur les titres retard pour tenir compte des nouveaux seuils figurant au II 1°.

Le V actuel devient le IV ; pas de changement rédactionnel.



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

PRÉSIDENT

- Stéphane Torck, Professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2) ; Directeur de l'Institut de Droit des Affaires (IDA)

MEMBRES :

- Anne Outin-Adam
- Hervé Alliot (Société Générale)
- David Aknin, avocat associé, Cabinet Weil, Gotshal & Manges LLP
- Alice Baverez, avocate, Jones Day
- Renaud Bonnet, avocat, Jones Day
- Guy Canivet, Président du HCJP, Premier Président honoraire de la Cour de cassation, ancien membre du Conseil Constitutionnel
- Henri Casadesus (Morgan Stanley)
- France Drummond, Professeur à l'Université Panthéon-Assas, membre du HCJP
- Gérard Gardella, Secrétaire Général du HCJP, ancien Magistrat, ancien Directeur juridique du Groupe Société Générale
- Alain Pietrancosta, Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne, membre du HCJP
- Jean-Pierre Martel, avocat, Orrick
- M. Christian Schricke, ANSA, membre du HCJP
- Jean-Paul Valuet, avocat, D'Hoir, Beaufre associés)
- Antoine Vignal (Saint-Gobain)

REPRÉSENTANT DE LA DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR :

- Pierre Rohfritsch

REPRÉSENTANTS DE L'AMF :

- Anne Maréchal
- Patricia Choquet
- Bertrand Durupt
- Marc Antao