

Droit financier

28. Éclairage – L'apparition de l'offre publique obligatoire sur Alternext

Stéphane Sylvestre

Docteur en droit – Avocat associé Kahn & Associés

Pont entre le marché réglementé et le capital investissement, Alternext a été voulu par ses concepteurs comme un marché boursier doté de règles souples, susceptible de devenir le marché de référence des petites et moyennes entreprises de la zone euro, à l'image de l'Alternative Investment Market (AIM) de Londres. En dépit de cette flexibilité, diverses règles ont été édictées afin d'assurer un minimum de garanties et de protection aux investisseurs des sociétés cotées sur ce marché¹.

Ces garanties minimales étaient notamment assurées, sur Alternext, par le dispositif de garantie de cours, dispositif qui obligeait toute personne procédant à l'acquisition d'un bloc de titres lui conférant la majorité en capital ou en droits de vote d'une société à offrir de se porter acquéreur de tous les titres des actionnaires minoritaires de cette société, et ce au prix de cession du bloc majoritaire. La garantie de cours visait donc à protéger les actionnaires minoritaires en leur offrant deux garanties : une possibilité de sortie en cas de changement de contrôle – et donc éventuellement de stratégie – de la société cotée sur Alternext et la possibilité d'obtenir un prix équivalent à celui obtenu par le cédant du bloc majoritaire².

Apparemment favorable aux actionnaires minoritaires, la garantie de cours était pourtant fortement critiquée. En effet, il est arrivé dans certains cas que le contrôle de certaines sociétés cotées sur Alternext change sans que ce changement passe par l'acquisition d'un bloc de contrôle de la société cotée. Les minoritaires n'avaient alors aucun droit à désintéressement dans les hypothèses alors non couvertes par la garantie de cours, notamment :

- en cas de prise de contrôle indirecte *via* une holding détenant par exemple un bloc de titres conférant plus de 50 % du capital ou des droits de vote ;
- en cas de franchissement du seuil de 50 % *via* une augmentation de capital réservée ;
- par l'acquisition de droits de vote double³.

La loi de régulation bancaire et financière (la LRBF) en date du 22 octobre 2010, puis les modifications apportées le 31 janvier 2011 par l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) à son règlement général ont mis fin à cette anomalie. La garantie de cours est supprimée sur Alternext et remplacée par une procédure d'offre publique obligatoire, à l'image de ce qui se passe sur les marchés réglementés gérés par Euronext. La LRBF a fixé le seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire à 50 % du capital ou des droits de vote lorsque ce seuil est franchi par une personne agissant seule ou de concert⁴.

Cette réforme peut paraître purement technique. Après tout, la garantie de cours et l'offre publique obligatoire ont le même objet : permettre aux actionnaires minoritaires de céder leurs titres au nouveau contrôleur de la société cotée lorsque le contrôle de cette dernière est modifié. Mais en réalité, la différence majeure entre les deux procédures tient au contrôle que peut exercer l'AMF sur le prix de cession offert aux actionnaires minoritaires. Alors que dans la garantie de cours, la loi impose d'offrir à ces actionnaires le même prix que celui offert dans le cadre de la cession du bloc majoritaire, en cas d'offre publique obligatoire, le prix offert aux actionnaires est soumis au contrôle de l'AMF qui peut, le cas échéant, obliger l'acheteur à payer un prix supérieur au prix du bloc majoritaire⁵.

Autre conséquence de cette réforme, et non des moindres : certaines opérations, qui précédemment, n'auraient pas entraîné de conséquences particulières, sont aujourd'hui susceptibles de déclencher une offre publique obligatoire. Il est vrai que c'était là l'un des objectifs de la réforme mais il n'est pas certain que les actionnaires de référence des sociétés cotées sur Alternext en aient mesuré toutes les incidences. Désormais, toute prise de contrôle d'une société ayant une participation majoritaire dans une société cotée sur Alternext, toute augmentation de capital faisant évoluer ou basculer une majorité sera susceptible d'entraîner le dépôt d'une offre publique⁶.

Et c'est compter sans d'autres difficultés car, plus globalement, toute évolution des relations entre actionnaires, que

ce soit par la conclusion d'un pacte, la dénonciation de ce dernier ou encore l'inclusion d'un nouvel actionnaire, dès lors que ce nouvel actionnaire participe à une action de concert⁷, devra faire l'objet d'une analyse précise afin de déterminer si l'une de ces opérations est susceptible d'entraîner ou non le dépôt d'une offre publique. Plus grave, même en l'absence de pacte, la moindre démarche collective entre plusieurs actionnaires, dès lors qu'encore, elle caractérise une action de concert, risque à nouveau d'entraîner cette conséquence⁸.

Certes, l'AMF peut accorder des dérogations à l'obligation de déposer une offre publique, que ce soit par exemple, en l'absence de véritable changement de contrôle ou encore lorsque la société cotée connaît des difficultés financières⁹. Mais ces demandes de dérogations font l'objet d'une véritable instruction des services de l'AMF, procédure longue au cours de laquelle les demandes de ces services, toujours soucieux de protéger les investisseurs, peuvent parfois aller au-delà d'une stricte application du règlement général de l'AMF. Aussi est-il nécessaire d'anticiper ces exigences et d'en négocier l'étendue avec l'AMF.

En tout état de cause, on ne saurait recommander aux sociétés concernées d'ignorer leurs obligations car le non-dépôt d'une offre publique alors même que celle-ci est obligatoire entraîne la privation automatique des droits de vote au-delà du seuil de 50 %, l'AMF pouvant également demander au juge judiciaire de prononcer une injonction contraignant le nouveau contrôleur à déposer une offre publique¹⁰. Et les risques sont encore plus élevés si l'on évite de déclarer le franchissement du seuil de 50 %, des sanctions administratives étant susceptibles d'être prononcées par l'AMF¹¹, sans préjudice d'éventuelles sanctions pénales.

Les actionnaires de référence des sociétés cotées sur Alternext n'ont certainement pas été préparées à ce nouvel environnement, l'introduction sur Alternext ayant souvent eu lieu à une époque où un tel carcan n'existait pas. Aussi est-il aujourd'hui nécessaire pour ces derniers d'anticiper l'impact de ces contraintes, celles-ci étant susceptibles, compte tenu de leur coût et de leur influence sur un calendrier d'opérations, de freiner, voire d'empêcher certaines réorganisations¹². Il n'est en tout cas pas certain que ce degré supplémentaire de complexité soit de nature à renforcer l'attrait d'Alternext auprès des sociétés de taille moyenne. Le renforcement de l'attractivité d'Alternext auprès des investisseurs était peut-être à ce prix¹³.

¹ 1. C. de Watrigant, « Alternext » : JCl. Banque et crédit, fasc. n° 1680, n° 1.

² 2. H.-L. Delsol, « Vie et mort de la garantie de cours » : BJB juin 2011, p. 392, n° 183.

³ 3. « Rapport du groupe de travail sur Alternext » : AMF 6 oct. 2008, p. 13 ; pour quelques illustrations, v. D&I AMF, 22 déc. 2008, n° 208C2308, Neotion ; D&I AMF, 31 oct. 2007, n° 207C2394, Serma Technologies. Déjà en ce sens, G. Kellner et Q. Fournier, « Offres publiques et franchissements de seuils sur Alternext » : JCP E 2005, étude n° 1817, 2144.

⁴ 4. H. Le Nabasque, « Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier » : Rev. sociétés 2010, p. 547.

⁵ 5. A. Pietrancosta et D. Bompont, « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) » : RTDF 2010/2, p. 7.

⁶ 6. On notera d'ailleurs que l'AMF remonte toute la chaîne de contrôle pour déterminer s'il y a ou non prise de contrôle indirecte.

⁷ 7. Notion unanimement considérée comme délicate à caractériser ; en ce sens, les références citées par A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, éd. F. Lefebvre, 2010, 4^e éd., n° 1411.

⁸ 8. Voir les décisions rendues dans l'affaire Sacyr/Eiffage et not. CA Paris, 2 avr. 2008 : BJS mai 2008, p. 411, n° 89, note H. Le Nabasque.

⁹ 9. N. Morelli et O. Puech, « Droit boursier et entreprises en difficulté », in *Les offres publiques d'achat*, Litec, coll. Droit 360°, 2010, p. 177, n° 401 et s.

¹⁰ 10. A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, précit., n° 1760 et s.

¹¹ 11. Pour un exemple emblématique, voir la décision de la commission des sanctions de l'AMF à l'égard de la société Wendel SA, de J.-B. Lafonta et de la société Deutsche Bank Paris en date du 13 décembre 2010 : BJB avr. 2011, p. 257, n° 112, note T. Bonneau.

¹² 12. L'AMF est bien consciente de cette tension permanente entre souplesse pour les émetteurs et protection des

investisseurs. Sa consultation publique en date du 9 décembre 2011 sur son projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition propose deux nouveaux cas de dérogation spécifiques à Alternext en cas de franchissement du seuil de 50 % : la souscription à une augmentation de capital réservée et l'exercice ou la conversion de titres donnant accès au capital.

13 13. M.-L. de Cordovez et F. Imbert, « Alternext prêt pour un nouveau cycle de croissance » : Actes prat. ing. sociétaire, nov.-déc. 2011, p. 1.