278 Les offres publiques sur Alternext : une réforme incomplète

La loi de régulation bancaire et financière de 2010 a supprimé la garantie de cours. Sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés (SMNO) comme Alternext, elle a prévu, en lieu et place, un régime d'offre publique obligatoire. La loi a aussi étendu la procédure de squeeze out *aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur les SMNO. Aussi importante soit-elle en apparence, cette réforme ne concerne pas les offres volontaires sur Alternext, qui ne sont pas, en principe, soumises au contrôle du régulateur boursier. Cette régulation* a minima *rend difficile la réussite d'une offre hostile sur Alternext.*

Jérôme Brosset
Associé
Brandford-Griffith & Associés

Nicolas Cuntz
Avocat
Brandford-Griffith & Associés

Le régime des offres publiques sur Alternext [1] a été modifié en profondeur par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (LRBF). Cette réforme s'inscrivait dans le cadre de la relance d'Alternext, lancée en 2009, visant initialement un doublement du nombre de sociétés cotées sur ce système multilatéral de négociation organisé en 18 mois. Reprenant une des recommandations du groupe de travail de l'Autorité des marchés financiers (AMF) du 6 octobre 2008, la LRBF a supprimé la procédure de garantie de cours sur le marché réglementé et Alternext [2]. Cette procédure, rarement appliquée sur Alternext [3], n'offrait pas une protection suffisante aux épargnants en cas de prise de contrôle rampante. Pour y remédier [4], la loi [5] et la réglementation [6] prévoient désormais en substance l'obligation de déposer un projet d'offre publique selon la procédure simplifiée [7], en cas de franchissement direct ou indirect du seuil de 50 % du capital ou des droits de vote [8]. La nouvelle réglementation rend possible également (*i*) les « offres de fermeture » dans une perspective de sortie de la bourse, en étendant aux SMNO le régime des offres publiques de retrait (OPR) (à l'exception notable des dispositions prévues aux articles 236-5 et 236-6 du règlement général de l'AMF [9] concernant la transformation en commandite, les modifications statutaires significatives ou la fusion de la société), et (*ii*) la faculté de mettre en œuvre un retrait obligatoire (RO ou *squeeze out*) [10] à l'issue de l'OPR [11] ou dans la foulée d'une offre publique obligatoire [12].

Pour autant, ce nouveau régime ne vise pas les offres publiques volontaires, qui continuent d'échapper pratiquement à toute régulation (I) ce qui complique considérablement la réussite des offres publiques hostiles sur Alternext (II).

1 Règl. gén. AMF, art. 524-1.

2 La procédure de garantie de cours, prévue à l'ancien article 235-1 du règlement général de l'AMF, avait été étendue à Alternext lors de sa création en 2006, à la demande d'Euronext Paris SA. V. H.-L. Delsol, « Vie et mort de la garantie de cours » : BJB juin 2011, p. 392, n° 183.

3 Son champ d'application était en principe limité aux cessions de blocs conférant la majorité du capital ou des droits de vote. Elle ne s'appliquait pas, en principe, aux opérations d'augmentation de capital ou de prise de contrôle indirecte *via* un holding, sous réserve des opérations « mixtes » : c'est-à-dire une cession de bloc accompagnée d'une augmentation de capital (v. D&I AMF, 22 déc. 2008, n° 208C2308, Neotion – D&I AMF, 28 avr. 2009, n° 209C0587, Auto Escape) ou d'une prise de participation indirecte *via* un holding (v. D&I AMF, 3 oct. 2006, n° 206C1850, Groupe Diwan – D&I AMF, 31 oct. 2007, n° 207C2394, Serma Technologies).

4 Les dispositions relatives à la « clause de grand-père » visées à l'article 234-11 du règlement général de l'AMF ne sont pas applicables. Contrairement au marché réglementé, aucun dispositif équivalent n'a été prévu pour lutter contre les effets d'aubaine lors de l'entrée en vigueur du nouveau régime sur Alternext.

5 C. mon. fin., art. L. 433-3, II.

6 L'ensemble de ces règles ne s'applique pas aux sociétés dont les titres sont admis sur un SMNO en France, dès lors que leur siège est situé en dehors du territoire de la République (C. mon. fin., art. L. 433-3, II). En revanche, elles seraient susceptibles de s'appliquer aux sociétés françaises cotées sur un SMNO situé dans l'UE ou l'EEE (par ex. Alternext Bruxelles), sous réserve que l'entreprise de marché en ait fait la demande, ce qui n'est pas le cas à ce jour, à notre connaissance.

7 D&I AMF, 15 févr. 2011, n° 211C0180, Merci Plus Groupe – D&I AMF, 21 juin 2011, n° 211C1002, Brossard – D&I AMF, 29 juill. 2011, n° 211C1390, Serma Technologies.

8 Règl. gén. AMF, art. 235-2.

9 Règl. gén. AMF, art. 235-4.

10 En cas de détention de 95 % du capital et des droits de vote.

11 D&I AMF, 1er mars 2011, n° 211C0248, Emailvision.

12 V. comm. de l'AMF, 1er févr. 2011 et D&I AMF, 22 oct. 2010, n° 210C1095, Otor – D&I AMF, 16 mars 2011, n° 211C0316, Merci Plus Groupe.

I - L'exclusion des offres publiques volontaires

Le nouveau régime issu de la LRBF est resté totalement silencieux sur la situation des offres publiques volontaires sur Alternext [13] sans doute en raison de leur caractère marginal [14] ainsi que sur celle des offres de rachat de titres de capital [15] (ou donnant accès au capital) réalisées par les émetteurs sur leurs propres titres [16].

Leur validité ne saurait pour autant être contestée, car celles-ci peuvent s'appuyer sur la liberté contractuelle reconnue par la loi [17] et sur une jurisprudence ancienne [18]. Mais, l'AMF considère que de telles offres, qu'elle qualifie justement d'offres « contractuelles », échappent à son contrôle [19] : l'offre contractuelle ne fait, en principe, l'objet d'aucune décision de conformité ou de visa de l'AMF. En conséquence, le déroulement de l'offre contractuelle n'est soumis à aucune des procédures (normale ou simplifiée) prévues par le règlement général de l'AMF. Celle-ci est donc librement fixée par l'offrant, qui pourra s'inspirer ou non de l'une de ces procédures. Ainsi :

- la durée de l'offre pourrait en principe être inférieure à dix jours de bourse [20] ou largement supérieure [21] ;
- les ordres de présentation peuvent être irrévocables ou non, selon les termes et conditions de l'offre fixés par son initiateur ;
- la désignation d'un expert indépendant n'est pas requise [22] ;
- le choix d'une banque présentatrice, garantissant la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris dans le cadre de l'offre, ne s'impose pas à l'offrant ;
- dans le cas des offres publiques d'achat, prévoyant une contrepartie purement en numéraire, l'offrant et la société cible ne sont pas tenus d'établir un prospectus ou une note d'information [23]. Aucune documentation d'offre spécifique n'est requise.

Toutefois, la situation est en réalité plus complexe et l'offrant ne bénéficie que d'une forme de liberté « surveillée » :

- l'offrant est tenu d'informer le public par voie de communiqué. En effet, selon l'article 223-6 du règlement général de l'AMF « 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 ». La société visée par l'offre devra au moins, conjointement ou non avec l'offrant, faire diffuser un communiqué sur l'offre et ses principales caractéristiques [24] ;
- si aucune disposition réglementaire ne fixe de calendrier précis de communication, celle-ci devra toutefois intervenir « dès que possible » et en temps utile avant l'ouverture de l'offre. En pratique, l'offrant et la cible pourront utilement s'inspirer des règles applicables sur le marché réglementé, afin de réduire les risques de sanction de l'AMF ;
- bien que la procédure anti-rumeurs [25] ne paraisse pas applicable à Alternext, l'AMF pourra se reporter sur les dispositions de l'article 223-6 de son règlement général pour forcer l'offrant à rendre publiques ses intentions, comme elle l'a fait dans le cadre des rumeurs d'offre de Pepsico sur Danone en 2005. Toujours en matière de transparence, l'offrant est tenu de déclarer à la cible et à l'AMF ses franchissements de seuils. Par ailleurs, l'AMF reste compétente pour sanctionner d'éventuels manquements d'initiés commis pendant la préparation de l'offre

13 En revanche, conformément à l'article L. 433-5 du Code monétaire et financier, pour les sociétés transférées du marché réglementé, l'AMF restera compétente pendant une durée de trois ans à compter du transfert, pour apprécier la conformité de l'offre volontaire (Règl. gén. AMF, art. 223-36 et 231-1). V. par ex. D&I AMF, 5 oct. 2010, n° 210C1002, Otor.

14 V. offre mixte de GoAdv sur LeGuide.com en 2009, offre d'achat d'Illiade SAS sur Homair Vacances en 2009 et offre en consortium sur China Corn Oil en 2009.

15 Pour mémoire, les sociétés cotées sur un SMNO peuvent aussi désormais procéder au rachat ordonné de leurs titres de créance ne donnant pas accès au capital, dans la limite de 10 % de titres représentant un même emprunt obligataire, selon une procédure simplifiée soumise à des conditions particulières (Règl. gén. AMF, art. 238-1 et s.).

16 V. offres contractuelles de rachat de 1 000 Mercis en 2009, d'Efront et d'Environnement SA en 2010 et de The Marketing Group en 2011.

17 C. civ., art. 1134.

18 V. P. Alfredo, « L'OPA sur les sociétés non cotées » : BJB mars 1997, p. 163, n° 19.

19 Règl. gén. AMF, art. 231-1, al. 1.

20 En pratique, la durée des offres contractuelles est de 15 jours de bourse. Une durée minimale raisonnable de quelques semaines paraît s'imposer.

21 L'article L. 433-1-1 du Code monétaire et financier n'est notamment pas applicable en cas de compétition entre plusieurs offrants. Dans tous les cas, l'AMF pourrait toutefois s'opposer à ce que la cible soit maintenue sous offre pendant une durée excessive, en faisant valoir la nécessité d'assurer un fonctionnement normal du marché.

22 Un expert indépendant pourra toutefois être désigné volontairement par le conseil d'administration ou de surveillance de la cible dans le cadre de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF. Cette faculté est en effet ouverte à tout émetteur dès lors qu'il applique les dispositions du titre VI du règlement général de l'AMF relatif à l'expertise indépendante.

23 C. mon. fin., art. L. 621-8, IX.

24 Règl. gén. AMF, art. 223-2.

25 C. mon. fin., art. L.433-1 – Règl. gén. AMF, art. 223-32 et s.

(affaires *Zodiac* [26] et *Arkopharma* [27]). Tel serait ainsi le cas si l'initiateur procédait à des acquisitions de titres de la cible avant que l'offre ne soit rendue publique, dans le dessein d'optimiser le coût de sa prise de contrôle ;

- le responsable de la documentation d'offre n'est certes pas tenu de délivrer une attestation, mais, en cas de diffusion de fausse information, la sanction sera imputable aux personnes qui au sein de l'émetteur, au regard de leurs fonctions, devaient savoir ou auraient dû savoir que les informations communiquées étaient inexactes [28] ;

- dans le cas d'une offre publique d'échange [29], l'offrant devra établir un prospectus soumis au visa de l'AMF conformément à l'article 212-1 du règlement général de l'AMF [30]. L'émission des titres remis en échange voire, le cas échéant, leur admission sur un marché réglementé, est susceptible d'entrer en effet dans le champ de l'« offre au public » au sens de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier [31] ;

- surtout, l'AMF devrait être amenée à exercer un contrôle *a posteriori* sur toutes les offres contractuelles. En effet, en cas de franchissement du seuil de 50 % du capital ou des droits de vote par suite de l'offre, l'AMF considère que l'initiateur est tenu, par le nouvel article 235-2 du règlement général de l'AMF, de déposer un projet d'offre publique. Dans un tel cas, aucune dérogation à cette obligation n'est actuellement prévue [32]. Une telle situation pose des problèmes pratiques [33]. Surtout, elle aboutit à une situation paradoxale. En effet, l'AMF, dans le cadre de son examen du projet d'offre obligatoire, risque d'être amenée à s'assurer que l'offre contractuelle réalisée en amont a bien respecté les principes de libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information, de transparence et d'intégrité du marché voire de loyauté dans les transactions et la compétition. Cela souligne l'intérêt pour l'offrant de préparer en amont une documentation d'offre conforme à celle qui sera établie dans le cadre de l'offre obligatoire « subséquente » ;

- l'offrant ne pourra pas mettre en œuvre un RO dans la foulée de son offre contractuelle. Comme l'a rappelé l'AMF [34], le *squeeze out* ne peut être mis en œuvre qu'à l'issue de l'offre obligatoire ou d'une OPR. Celui-ci pourra toutefois intervenir rapidement à l'issue de l'offre obligatoire « subséquente » si les conditions du RO sont réunies.

Il est parfois plus délicat d'apprécier le degré de liberté de l'offrant. Ainsi :

- le principe d'irrévocabilité de l'offre, prévu à l'article 231-12 du règlement général de l'AMF, ne s'applique pas aux offres contractuelles. Sous réserve de respecter les dispositions issues du droit des obligations [35], l'offrant pourra ainsi assortir son offre de conditions non prévues par le règlement général de l'AMF [36]. Toutefois, une telle faculté de révocation, comme l'insertion, par exemple, d'un seuil de réussite fixé à 95 % du capital et des droits de vote [37], bien qu'elle ne soit pas formellement prohibée, pourrait être critiquée par l'AMF [38] au moment de l'examen de la conformité de l'offre publique obligatoire « subséquente » ;

- on ne peut exclure que l'obtention auprès des actionnaires de la cible d'engagements irrévocables d'apports à l'offre contractuelle, dès lors qu'elle rendrait difficile le dépôt d'une offre concurrente, fasse l'objet de critiques de l'AMF dans le cadre de son examen de l'offre obligatoire au nom du respect du

26 CA Paris, 15 nov. 1994.

27 Sanct. AMF, 17 déc. 2009, M. Rombi et stés Les Laboratoires Arkopharma et Imarko : BJB mai 2010, p. 223, n° 28, note D. Bompoint.

28 Règl. gén. AMF, art. 632-1.

29 Ou dans le cadre d'une offre publique mixte, alternative, voire *mix and match*. Dans tous les cas, l'initiateur ne pourra pas se prévaloir de la procédure simplifiée d'apport prévue à l'article L. 225-148 du Code de commerce. Ainsi, l'initiateur sera notamment tenu de désigner un ou plusieurs commissaires aux apports dans le cadre de l'article L. 225-147 du Code de commerce.

30 Aux termes de cet article « les personnes ou entités mentionnées à l'article 211-1 établissent, préalablement à la réalisation de toute offre au public ou de toute admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers sur le territoire de l'Espace économique européen, un projet de prospectus et le soumettent au visa préalable de l'AMF ou de l'autorité de contrôle compétente d'un autre État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen. »

31 V. CJ Ansa, 6 mai 2009 et visa AMF, 19 mars 2009, n° 09-0061, GoAdv.

32 Il n'est pas évident que les dispositions, non transposées, de l'article 5.2 de la directive du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d'acquisition disposant que « l'obligation de lancer une offre [...] n'est plus applicable lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire faite conformément à la présente directive à tous les détenteurs de titres pour la totalité de leurs participations » soient invocables pour Alternext. D'ailleurs, l'offre « contractuelle », qui ne fait l'objet d'aucun examen par l'AMF, ne s'assimile pas à une « offre volontaire » au sens de la directive, cette dernière devant être soumise au contrôle des autorités des États membres.

33 Elle allonge inutilement le calendrier d'offre, en créant une sorte de réouverture de l'offre. En outre, les actionnaires de la société visée pourraient être tentés d'attendre l'ouverture de l'offre publique obligatoire « subséquente » pour apporter leurs titres, ce qui risque de rendre très imprévisible le résultat de l'offre contractuelle initiale.

34 V. Règl. gén. AMF, « Homologation des modifications apportées au livre II "Émetteurs et information financière" » : comm. AMF, 1er févr. 2011.

35 Notamment celles déclarant nulles les obligations contractées sous une condition potestatives (C. civ., art. 1174).

36 Règl. gén. AMF, art. 231-9 à 231-12.

37 Ou la non-résiliation d'un contrat important en cas de changement de contrôle de la cible.

38 Selon la doctrine de l'AMF, un tel seuil de réussite fixé à 95 % n'est recevable que de manière exceptionnelle dans le cas d'une offre publique sur le marché réglementé (v. A. Viandier, *in OPA-OPE*, F. Lefebvre, 2010, n° 921, p. 156).

principe de libre jeu des offres et de leurs surenchères.

II - La difficile mise en œuvre des offres hostiles

Cette régulation minimaliste place les initiateurs d'offres hostiles sur Alternext [39] sur un véritable terrain « miné ». Les offres hostiles sur les SMNO échappent en effet à la plupart des dispositions du droit des sociétés et en particulier à celles prévoyant une obligation de passivité des organes sociaux de la société visée par une offre publique.

Cette règle de passivité trouve sa principale expression à l'article L. 233-32 du Code de commerce. Cet article prévoit que « pendant la période d'offre publique visant une société *dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé*, le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres ». Cet article, qui ne s'applique qu'aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé, laisse sur Alternext une grande latitude à la cible pour lutter contre une offre « non sollicitée » [40]. Le conseil d'administration (ou le directoire) de la cible pourra donc adopter toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre (émission de bons d'offre, cession d'un actif stratégique, acquisition ou sanctuarisation d'un actif, distribution d'actifs...) sans avoir à obtenir en cours d'offre l'autorisation des actionnaires réunis en assemblée générale. De surcroît, les personnes contrôlant la cible pourront, sans avoir à déposer une OPR, réaliser certaines restructurations [41] (fusion, apport partiel d'actifs, distribution d'actifs, cession de la totalité ou du principal des actifs...) voire éventuellement transformer la société en commandite par actions [42].

Corrélativement, on peut s'interroger sur l'applicabilité de la règle de réciprocité [43] et notamment sur la possibilité pour une cible cotée sur le marché réglementé d'invoquer cette règle à l'encontre d'un assaillant coté sur Alternext pour tenter d'échapper elle-même à la règle de passivité. De même, on ignore si l'AMF serait compétente pour statuer sur les contestations relatives à la règle de passivité et notamment à l'« équivalence » des dispositifs de droit étranger, lorsque l'offre est déposée par un initiateur étranger ou concerne une cible étrangère.

La cible ne serait pas non plus concernée par les dispositifs de « désarmement » ouverts par la loi. La suspension des restrictions statutaires ou extrastatutaires aux transferts de titres et la suspension des droits extraordinaires de nomination ou de révocation des membres des organes sociaux ne paraissent pas non plus applicables, ce qui accroît l'arsenal des défenses « à froid » dont dispose la cible et ses actionnaires.

En outre, l'offre non sollicitée échappera aux dispositions du règlement général de l'AMF concernant les obligations de vigilance des personnes concernées par l'offre dans leurs déclarations [44], dès lors que l'offre hostile sera déposée en tant qu'offre contractuelle, ce qui sera presque toujours le cas. Consécutivement, le conseil d'administration ou de surveillance de la cible disposera d'une grande liberté dans la teneur de son avis motivé sur l'offre, qu'il pourra, ou non, publier. Toutefois, l'AMF [45], qui dispose d'un pouvoir d'injonction, pourra faire cesser une campagne de communication trop agressive si elle est susceptible de porter atteinte à la transparence du marché et à son bon fonctionnement. L'AMF pourra également menacer d'user de son pouvoir de sanction en cas de violation grave des règles en matière d'information permanente.

Par ailleurs, même en surmontant ces difficultés, l'offrant pourrait au final ne pas pouvoir obtenir le contrôle de la société visée à l'issue de son offre. En effet, contrairement à ce qui est prévu sur le marché réglementé [46], les clauses statutaires limitatives des droits de vote ne sont pas suspendues lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre hostile. Une limitation des droits de vote, éventuellement instaurée en période d'offre, continuerait donc à s'appliquer quel que soit le niveau de participation de l'assaillant à l'issue de son offre. Le déverrouillage de la cible serait alors quasiment impossible, puisque la limitation des droits de vote ne serait pas suspendue lors de la première assemblée générale convoquée à l'issue de l'offre [47]. De surcroît, faute de pouvoir invoquer l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, l'offrant ne pourra pas demander à renoncer à son offre

39 V. par ex. l'offre de GoAdv ayant visé le LeGuide.com.

40 Il est vrai que la directive OPA n'imposait pas la transposition de ces règles sur les SMNO, sans toutefois l'en empêcher.

41 L'article 236-6 du règlement général de l'AMF, qui prévoit ce cas d'OPR, n'est pas applicable.

42 L'article 236-5 du règlement général de l'AMF n'est pas applicable.

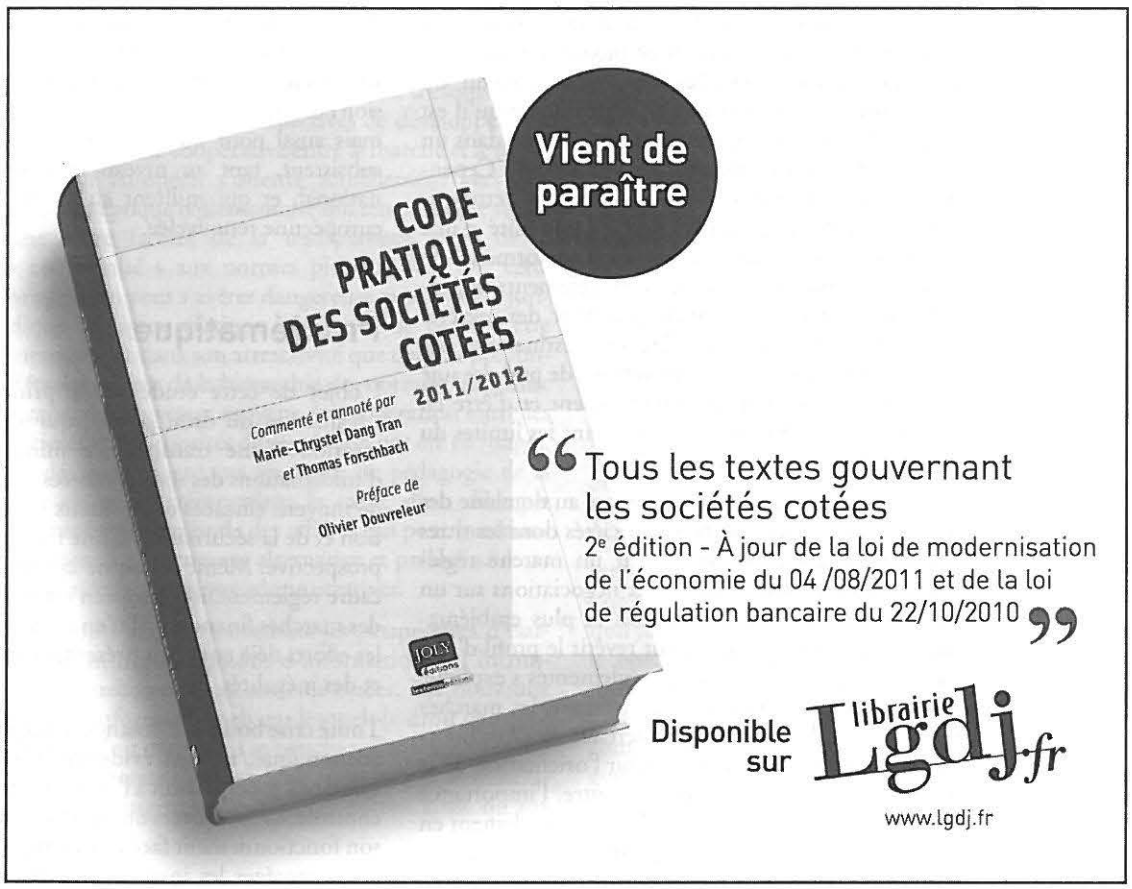
43 C. com., art. L. 233-33.

44 Règl. gén. AMF, art. 231-36.

45 Voire le juge judiciaire saisi par le président de l'AMF.

46 C. com., art. L. 225-125.

47 La loi paraît actuellement reconnaître tout au plus à l'offrant le droit de convoquer une assemblée générale, s'il est majoritaire en capital ou en droits de vote à l'issue de son offre (C. com., art. L. 225-103).

si la cible, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre. En conséquence, l'assaillant pourrait être tenu de maintenir son offre même en cas d'adoption de mesures de défense par la cible. Pour limiter ce risque, l'offrant pourra toujours stipuler dans son offre une condition résolutoire reprenant les termes de l'article 232-11.

Si la réglementation des offres publiques sur les SMNO est parvenue à un équilibre qui répond à l'esprit d'un système de négociation non réglementé mais « organisé », on regrettera que la réforme d'Alternext ait ignoré totalement les problématiques liées aux offres contractuelles. Paradoxalement, le souci de flexibilité sur les SMNO a conduit à rendre ces opérations plus difficiles. Pour y remédier, il serait au moins souhaitable de prévoir dans le règlement général de l'AMF un nouveau cas de dérogation à l'offre publique obligatoire dans le cas où le seuil d'offre obligatoire est franchi en cours d'offre. Une telle dérogation éviterait une « réouverture » inutile de l'offre. En outre, le législateur pourrait étendre aux SMNO l'ensemble du dispositif assurant la neutralité des organes sociaux en cours d'offre afin de placer l'offrant et la cible à armes égales et d'assurer le respect de l'intérêt des actionnaires de la cible.