

Exonération d'OPA et action de concert



La société SRP Groupe était contrôlée de concert par ses fondateurs et Conforama qui détenaient respectivement 27,17% et 16,86% de son capital et 40,42% et 13,67% des droits de vote. Il était prévu que la société Carrefour s'engage à acquérir auprès de Conforama sa participation dans SRP Groupe dans le cadre d'un partenariat stratégique conclu entre Carrefour et SRP Groupe et de sa substitution à Conforama au sein du concert formé avec les fondateurs.

La question se posait de savoir si l'opération projetée pouvait aboutir à un changement du contrôle de SRP Groupe et donner lieu en conséquence au dépôt d'une offre obligatoire à raison du franchissement des seuils visés aux articles 234-2 (seuil de 30% du capital ou des droits de vote) et 234-5 (seuil de l'excès de vitesse d'acquisition) dans le contexte d'une action de concert.

Les parties intéressées ont saisi l'Autorité des marchés financiers (« l'AMF ») afin que celle-ci examine une demande de constat de non-lieu au dépôt d'un projet obligatoire d'offre publique visant les titres de la société SRP Groupe sur le fondement de l'application des dispositions de l'article 234-7 du règlement général de l'AMF.

L'article 234-7 du règlement général dispose que « l'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert : 1° avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient seul ou de concert, la majorité du capital ou des droits de vote de la société, à condition que ceux-ci demeurent prédominants ; (...) ».

Cette première occurrence de l'article 234-7, seule applicable au cas d'espèce, prévoit que, pour bénéficier de l'exemption, la mise en concert doit être déclarée avec un ou plusieurs actionnaires détenant déjà la majorité du capital ou des droits de vote, lesquels demeurent prédominants. L'idée sous-jacente de ce texte est que l'agrégation d'un nouveau partenaire ne modifie pas le contrôle, aussi n'y a-t-il pas lieu de déposer une offre publique si la situation des minoritaires reste inchangée à la suite de l'opération. Au contraire, imposer dans ce type de

circonstances une offre publique reviendrait à faire bénéficier les minoritaires d'un effet d'aubaine que rien ne justifierait.

Le concept de prédominance ne se mesure pas seulement à l'aune des participations respectives des actionnaires. L'AMF dispose d'une marge d'appréciation sur ce point et peut prendre en compte d'autres éléments, notamment les engagements ou droits reconnus au sein d'un pacte d'actionnaires pour apprécier la prédominance.

L'application des dispositions de l'article 234-7 du règlement général en ce qui concerne la mise en concert de Carrefour n'est toutefois pas évidente. Le texte ne précise pas en effet si la mise en concert ne peut être exonérée d'OPA obligatoire qu'à la condition qu'un nouvel actionnaire s'agrège à un concert préexistant ou si la substitution d'un actionnaire à un membre du concert peut également permettre de bénéficier d'une telle exonération. Malgré cette incertitude, l'AMF a, dans sa décision du 23 janvier 2018 (AMF, déc., 23 janvier 2018, n°218C0201, SRP Groupe) constaté qu'il n'y avait pas lieu au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique sur le fondement de l'article 234-7 de son règlement aux motifs :

« (1) que l'opération envisagée a pour objet la substitution au sein du concert de la société Carrefour à la société Conforama, substitution à l'issue de laquelle le concert détiendra 44,03 % du capital et 54,09% des droits de vote de SRP Groupe, soit un niveau équivalent à celui existant au sein du concert actuel entre Conforama et les fondateurs et

(2) qu'au sein du concert substitué, les fondateurs demeureront prédominants d'une part, en étant les principaux actionnaires de SRP Groupe avec une détention de 27,17 % du capital et 40,42% de droits de vote, Carrefour détenant 16,86% du capital et 13,67% des droits de vote de SRP Groupe, et d'autre part, à raison des stipulations du nouveau pacte d'actionnaires qui reprendra l'intégralité des termes du pacte existant, à l'exception de quelques ajustements mineurs, de sorte que cette substitution ne remettra pas en cause la prédominance des fondateurs au sein du concert telle qu'elle a déjà été constatée ».

En réalité l'AMF n'a fait que maintenir la position qu'elle avait précédemment adoptée dans le dossier Thalès (AMF, déc. n°208C2115, 27 novembre 2008) aux termes de laquelle elle avait considéré déjà qu'il n'y avait pas lieu à dépôt d'une offre obligatoire par application des dispositions de l'article 234-7 de son règlement général à l'occasion d'une opération équivalente dans laquelle le groupe Dassault avait procédé à l'acquisition de la participation d'Alcatel Lucent dans Thalès et s'était substitué à son vendeur dans les accords conclus avec le secteur public.

Comme l'a observé l'AMF dans son rapport annuel pour 2008, ce dossier Thalès révèle *« une application nouvelle des dispositions de l'article 234-7 de son règlement général lesquelles ont été appliquées jusqu'ici dans les cas où un tiers se joint à un concert existant (scénario 2+1 : 3). En l'espèce, on assistait au contraire à la substitution pure et simple de l'une des parties au concert (scénario 2-1+1 : 2) aboutissant à la formation d'un nouveau concert dans lequel le membre prédominant restait inchangé ».*

Ainsi donc par l'interprétation de son règlement confirmée dans le dossier SRP Groupe, l'AMF applique les dispositions de l'article 234-7 à toutes les situations dans lesquels elles ont vocation à s'appliquer : peu importe que l'entrée en concert se fasse par un actionnaire existant qui s'agrège à un actionnaire déjà majoritaire qui demeure prédominant ou que la mise en concert s'effectue par un nouvel entrant qui se substitue à un actionnaire sortant sans que la prédominance soit modifiée au sein du concert. L'approche de l'AMF consiste à vérifier de manière pragmatique que l'équilibre des participations et le contrôle qu'il induit ne soit pas modifié et que les minoritaires ne peuvent de ce fait invoquer aucun changement significatif dans le contrôle de leur société qui justifierait le dépôt d'une offre publique.

La composition administrative en matière d'abus de marché

La composition administrative, c'est-à-dire la faculté de parvenir à un accord transactionnel entre la personne poursuivie et les services de l'Autorité des marchés financiers qui entend à l'issue d'un rapport d'enquête ou de contrôle poursuivre cette personne, a été introduite par la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière mais réservée aux professionnels régulés. Ce dispositif a été étendu aux abus de marchés par la loi du 21 juin 2016 c'est-à-dire aux manquements d'initiés, de manipulation de cours et de diffusion de fausses informations. Il est possible d'en tirer un premier bilan.

Rappel de la procédure

Lorsque le collège de l'AMF conclut dans son rapport d'enquête ou de contrôle qu'il y a lieu de poursuivre une personne, il peut en même temps qu'il lui notifie des griefs dans le cadre d'une procédure de sanction, proposer à cette même personne d'entrer en voie de composition administrative.

En cas de notification d'une proposition d'entrer en voie de composition administrative la personne dispose alors d'un délai d'un mois pour se prononcer sur cette proposition. En cas d'acceptation de la proposition par ladite personne, l'accord doit être impérativement conclu dans un délai maximal de quatre mois.

Si un accord est recherché, la personne mise en cause doit s'engager à verser au Trésor public une somme dont le montant maximum est celui de la sanction pécuniaire encourue au titre de la procédure normale.

Si un accord est trouvé, celui-ci doit être soumis successivement au collège de l'AMF pour validation et à la commission des sanctions pour homologation. L'accord homologué est rendu public par sa publication sur le site de l'AMF.

En revanche, si l'homologation n'était pas obtenue la procédure normale de sanction reprendrait son cours c'est-à-dire que la notification de griefs serait transmise à la commission des sanctions.

Résultat

La mise en œuvre de cette nouvelle procédure s'est révélée un grand succès comme a pu le constater l'AMF.

La moitié des dossiers de contrôle qui se sont traduits par une notification de griefs ont abouti à une transaction. La quasi-totalité des propositions d'engagement d'une procédure de transaction ont été acceptées et surtout une fois engagée la procédure de transaction aboutit presque dans tous les cas à un accord transactionnel.

Quels sont les critères qui incitent le collège de l'AMF à proposer une transaction ? Même s'il s'en défend, l'absence de complexité et de gravité du dossier est un facteur qui incite le collège de l'AMF à s'engager dans cette procédure. L'AMF considère en outre que le principal critère pouvant décider les services du collège à proposer une transaction tient au fait que les faits reprochés ne révèlent pas une question de droit délicate mais au contraire un sujet tranché par les juridictions de recours.

En ce qui concerne le montant à verser au Trésor public, le collège de l'AMF le fixe à un montant aussi proche que possible de l'estimation du montant de la sanction qui serait infligée au cas d'espèce par la commission des sanctions. La possibilité de négocier le quantum proposé en transaction est faible en principe mais dépend dans la pratique de la situation financière du mis en cause et de la qualité de ses engagements de remédiation.

Bilan

Les avantages de la composition administrative sont multiples.

En premier lieu la procédure est très rapide par rapport à la voie normale. La pratique permet de constater qu'il s'écoule un délai de 5 mois environ entre la notification des griefs et la conclusion de l'accord. Alors que dans le cadre d'une procédure normale ce même délai est porté à 15 mois en moyenne et peut même atteindre plusieurs années en cas de recours judiciaires.

En deuxième lieu, la procédure a des effets pédagogiques évidents. En effet les engagements souscrits par le mis en cause pour remédier aux manquements correspondant aux griefs notifiés doivent être mis en œuvre dans les six mois suivant la conclusion de l'accord sous le contrôle de l'AMF qui en vérifie la bonne exécution. En cas de non-respect des engagements, le secrétaire général de l'AMF devrait saisir la commission des sanctions. Il est donc dans l'intérêt du mis en cause d'être attentif et précis dans l'exécution des mesures de remise en conformité.

En troisième lieu la composition administrative ne donne pas lieu à une reconnaissance de culpabilité des griefs reprochés. La transaction n'est donc pas une sanction et n'a pas en conséquence à être déclarée au titre des antécédents judiciaires.

Un inconvénient malgré tout demeure. Par souci de transparence, l'article L. 621-14-1 du Code monétaire et financier dispose que l'accord est rendu public. Ainsi et sans aucune dérogation possible toutes les transactions sont publiées sur le site de l'AMF. Il était espéré au départ par certains auteurs qu'il soit rendu possible pour le mis en cause de demander l'anonymisation des transactions. Malheureusement il n'en a rien été jusqu'à présent.

Malgré tout, il est permis de penser qu'il est dans l'intérêt d'une personne mise en cause sauf circonstances exceptionnelles, de saisir l'opportunité de mettre fin rapidement à une procédure en acceptant d'entrer en composition administrative si le collège de l'AMF en fait la proposition.

Entrée en vigueur du nouveau règlement Prospectus

Le règlement européen Prospectus (Regl. [UE] n° 2017/1129 du PE et du Cons., 14 juin 2017 : JOUE L 168, 30 juin 2017 p.12) qui a pour principal objectif de simplifier les levées de fonds en bourse entrera en vigueur pour l'ensemble de ses dispositions le 21 juillet 2019. Toutefois, certaines de ces dispositions ne présentant pas de difficulté d'interprétation ou de mise en œuvre sont applicables depuis le 20 juillet 2017 et d'autres le sont depuis le 21 juillet 2018.

1 – Les dispositions applicables depuis le 20 juillet 2017

L'émission de valeurs mobilières donne lieu à la publication d'un prospectus dans deux hypothèses, à savoir l'offre au public de valeurs mobilières ou l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé.

Les dispositions du règlement déjà applicables (art. 1er, paragraphe 5, premier alinéa, points a, b, et c) concernent les exemptions à l'obligation de publier un prospectus d'admission de valeurs mobilières dans la seconde hypothèse visée. La réglementation antérieure prévoyait que l'obligation de publier un prospectus ne s'appliquait pas à l'admission aux négociations d'actions représentant sur une période de douze mois au maximum 10% du nombre d'actions de même catégorie déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé. Ce seuil de 10% a été remplacé par un seuil de 20% facilitant ainsi les émissions secondaires réalisées sans offre au public sur le marché réglementé.

De surcroît, le règlement prospectus a substitué au terme « actions » l'expression « toutes valeurs mobilières fongibles avec des valeurs mobilières admises à la négociation ». L'exemption telle qu'étendue s'appliquera donc notamment aux valeurs mobilières donnant accès au capital.

Les émissions bénéficiant de l'exemption devront néanmoins comme par le passé faire l'objet d'une communication au marché conformément à la position AMF n° 2013-03, celle-ci ayant vocation à s'appliquer à la nouvelle situation créée par le règlement Prospectus.

La seconde modification apportée par le règlement Prospectus et déjà entrée en vigueur concerne la fixation du seuil d'exemption en cas d'admission d'actions résultant de la conversion ou de de l'échange d'autres titres financiers ou de l'exercice de droits conférés par d'autres titres financiers dès lors toutefois que lesdits titres financiers auront été émis après le 20 juillet 2017.

La modification apportée est au contraire ici plus contraignante puisque les admissions d'actions ainsi concernées qui n'étaient auparavant soumises à aucun seuil pour bénéficier de l'exemption de publication d'un prospectus ne peuvent désormais en bénéficier que si elles ne représentent pas plus de 20% du nombre d'actions de la même catégorie déjà admises sur le marché réglementé sur une période de douze mois. Cette nouvelle contrainte a pour objet d'éviter des abus pouvant résulter du recours à cette disposition afin de contourner l'obligation de publication d'un prospectus.

Le seuil de 20% prévu par cette seconde modification est applicable en toute hypothèse, c'est à dire même si l'admission d'actions résulte d'une conversion à la main de l'investisseur. L'AMF a recommandé à cet égard aux émetteurs d'anticiper et d'établir un prospectus au moment de l'émission des titres donnant accès au capital si, du fait de cette émission, il devient possible que le seuil de 20% sur 12 mois glissants soit franchi (Site AMF, « Entrée en application le 20 juillet 2017 de certaines dispositions du règlement prospectus : l'AMF attire l'attention des sociétés cotées sur un marché réglementé »).

2 – Les dispositions applicables à partir du 21 juillet 2018

Le règlement Prospectus prévoit que les Etats membres peuvent exempter de prospectus les émissions de valeurs mobilières par offre au public d'un montant total dans l'Union inférieure à 8 millions d'euros sur 12 mois (art. 3 b). Les anciennes dispositions du RGAMF (art. 211-2) prévoyaient un seuil de 5 millions d'euros et une condition complémentaire que l'émission ne conduise pas à l'émission de titres financiers représentant plus de 50% du capital de l'émetteur. Depuis le 21 juillet 2018, les nouvelles dispositions de l'article 211-2 du RGAMF prévoient que ne constitue pas une offre publique une offre de titres financiers dont le montant total en France et dans l'Union est inférieur à 8 millions d'euros, ou à la contre-valeur de ce montant en devises, calculé sur une période de 12 mois. La condition relative à la limite antérieurement imposée de 50% du capital de l'émetteur a été supprimée.

AUTEURS

Jean-Yves MARTIN
Associé

Bernard LAURENT-BELLUE
Of Counsel

Bruno LAFFONT
Counsel