

REVUE OFIS

Rédigé par

Alizée Mabilon



Titulaire d'un Master I en Droit international et européen des affaires ainsi que du CRFPA et actuellement étudiante au sein du Master II OFIS, Alizée intégrera le Cabinet Astura pour un stage de cinq mois en Corporate et se rendra au Luxembourg à partir de septembre afin d'y effectuer un stage au sein du cabinet Loyens and Loeff en fonds d'investissement.

Automne Ponce



Titulaire d'un Master I en Droit des affaires et actuellement étudiante au sein du Master II OFIS, Automne souhaite se spécialiser dans le domaine de la fiscalité internationale ou transactionnelle. Elle intégrera le cabinet Villechenon Société d'avocats dans le cadre de son stage de fin d'études.

Le Master 2 Opérations et Fiscalité Internationales des Sociétés est fier de vous présenter :

La loi Pacte : les enjeux de l'abaissement du seuil du droit de retrait de l'actionnaire majoritaire

Introduction

L'année 2020, serait-elle l'année du changement ? C'est ce que laisse penser la mise en place de diverses réformes adoptées par le Parlement survolant différents aspects du droit des affaires. **Introduit dans le cadre de la loi PACTE, l'abaissement du seuil du retrait obligatoire dans le cadre des offres publiques d'achat (OPA) est une mesure qui aura à l'avenir des conséquences plurielles sur le marché français des entreprises cotées.**

Cette réforme s'inscrit en continuité avec le droit européen, et en particulier avec l'esprit de la directive relative aux offres publiques d'achat du 21 avril 2004. De manière pionnière, le législateur européen s'est positionné sur le seuil adéquat permettant le

déclenchement du retrait obligatoire au sein des sociétés cotées. **Le retrait obligatoire, également appelé « squeeze out » en anglais, est un mécanisme intervenant au terme d'une offre publique d'achat.** Il permet à un actionnaire majoritaire d'une société cotée de forcer l'acquisition de titres appartenant aux actionnaires minoritaires, sous certaines conditions, et en contrepartie d'une indemnisation.

La loi PACTE porte en elle une « mini-révolution juridique » en matière de seuil de détention nécessaire à l'actionnaire majoritaire pour exercer ce droit de retrait obligatoire. En effet, **ce seuil, auparavant fixé à hauteur de 95% de détention par le régime initial non modifié par la loi de transposition de la directive, a été abaissé à 90% par la Loi Pacte**

sous l'impulsion du Ministre de l'Economie, Bruno Lemaire.

Ce faisant, cette modification permet de simplifier l'accès des entreprises françaises aux marchés financiers, et de renforcer la position de l'actionnaire majoritaire au sein du processus d'offre publique d'achat. Ainsi, **la loi PACTE modifie en profondeur la position et les équilibres qui existaient jusqu'alors des différents acteurs de cette opération d'acquisition.**

Dès lors, une question se pose ; celle de savoir *quels sont les enjeux sous-jacents à l'abaissement en apparence anodin du seuil de détention nécessaire à l'actionnaire majoritaire pour exercer son droit de retrait obligatoire.*

Pour appréhender ces enjeux, il convient d'abord de se familiariser avec les différents aspects du régime antérieur et actuel (I), pour ensuite apprécier les véritables enjeux engendrés par cette réforme (II).

I. De l'adoption d'un nouveau régime en matière de détention du capital ou des droits de vote d'une société cotée

Si la suppression du seuil de 95% de détention de capital ou des droits de vote sonne comme la fin d'une exception française (A), elle constitue la consécration législative d'un nouveau régime conforme à l'esprit de la directive européenne (B)

A. La fin d'une exception française ; la suppression du seuil de 95% de détention du capital ou des droits de vote

Le régime français en matière de retrait obligatoire trouve son origine dans la **loi du 31 décembre 1993** portant diverses dispositions

relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers. C'est en effet cette loi qui introduit le mécanisme du retrait obligatoire en droit français. Sur le fondement de l'ancienne version des articles L 433-4 II du code monétaire et financier et L237-1 du règlement de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), **un actionnaire majoritaire devait alors détenir plus de 95% du capital ou des droits de vote d'une société cotée pour forcer l'acquisition des actions des actionnaires minoritaires, à l'issue d'une offre publique.**

Adopté dès les années 1990, par un certain nombre d'Etats membres de l'Union européenne, ce mécanisme du « retrait obligatoire » s'est généralisé en son sein au moment de la transposition de la **directive OPA de 2004** (directive 2005/25/CE du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d'achat). Le régime relatif au droit de retrait obligatoire est visé à **l'article 15 de la directive**. Celui-ci dispose que le mécanisme du retrait obligatoire doit pouvoir être **déclenché à compter du moment où l'offrant détenait des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote ou bien détenait 90% des droits de vote de la société visée par l'offre publique d'achat.**

Cependant, une des singularités de ce régime européen est la **marge de manœuvre laissée aux Etats membres dans le cadre de la transposition de l'article 15**. Au terme de la procédure de co-décision du Conseil et du Parlement européen, il a été décidé que la directive laisserait aux Etats membres la possibilité d'opter pour un seuil plus élevé que le seuil de 90% de détention fixé par celle-ci. Une limite a néanmoins été donnée par le texte, à savoir, un seuil maximum de 95% du capital ou des droits de vote. A défaut, l'Etat membre pourrait être condamné en manquement pour défaut de transposition ou mauvaise transposition de la directive dans son droit interne¹.

¹ Tout retard de transposition ainsi que toute transposition incorrecte ou incomplète de la directive constitue une violation du

droit de l'Union européenne (CJCE, 5 avr. 1979, Ratti ; CJCE, 6 mai 1980, Commission c. Belgique)

Nombreux sont les Etats membres à avoir adopté d'emblée ou bien modifié progressivement le seuil de 90% de détention pour se conformer au texte et à l'esprit de la directive européenne. Certains Etats membres ont cependant maintenu une position réfractaire mais compatible avec la directive de 2004, à savoir l'Italie, la Lituanie, le Luxembourg, les Pays-Bas ou encore la France, avec un seuil affiché à 95%. La France a souhaité maintenir le seuil fixé par la loi de 1993, lors de sa transposition de la directive.

Si la compatibilité avec le droit européen ne fait pas de doute, la réticence de la France à rendre son droit compatible avec l'esprit du législateur européen a pu laisser place à un certain nombre de questionnements. Ces derniers ont abouti à la remise en cause du régime antérieur, pour laisser place à un régime juridique conforme à l'esprit du droit européen.

B. La consécration législative d'un nouveau régime conforme à l'esprit de la directive européenne : l'abaissement du seuil de 95% de détentions

Après avoir conservé pendant deux décennies le seuil initial de 95% issu de la loi de 1993, un projet de loi porté par le Ministre de l'Economie, Bruno Lemaire, a souhaité rapprocher le droit français à l'esprit de la directive de 2004 en abaissant le seuil nécessaire de détention à 90%. **La loi PACTE est à l'origine de la consécration de ce nouveau régime juridique.** Adoptée le 11 avril et promulguée le 22 mai 2019, elle **modifie les articles L 433-4, II, 1 du Code monétaire et financier et L 237-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.** En pratique, **il est désormais possible pour un actionnaire majoritaire de mettre en œuvre le mécanisme de retrait obligatoire dès lors qu'il possède 90% des droits de vote alors même que la détention des titres par les**

actionnaires minoritaires s'élève à 10% du capital et des droits de vote.

Cette modification substantielle a été le fruit d'une longue période de consultations de différents organes juridiques internes dont les avis n'ont pas toujours été pris en compte, à commencer par le Haut comité juridique de la place financière qui s'est exprimé via un rapport rendu en mars 2018. Ce rapport entérine une position réservée de cette institution, qui préconise un abaissement sélectif, et non pas automatique, à 90% du seuil du retrait obligatoire. Cette recommandation aurait permis d'abaisser ce seuil uniquement lorsque ce retrait aurait été exercé à l'issue d'une offre publique d'acquisition dans laquelle l'offrant détiendrait moins de 50% de la société civile lors du dépôt de l'offre. En outre, le projet de loi du Ministre de l'économie, Bruno Lemaire, n'a pas non plus suivi la proposition faite par Colette Neuville, présidente de l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM). Cette dernière visait à imposer comme « prix plancher » au retrait obligatoire l'actif net réévalué. Ce rejet concomitant des avis a été justifié par une volonté explicite de rapprochement avec l'esprit du droit européen de la part de l'Exécutif français.

Pour répondre aux inquiétudes des actionnaires minoritaires, notamment à celles formulées par la Présidente de l'ADAM, la Loi Pacte a dû apporter à ces derniers des garanties. Concernant **l'indemnisation**, en cas d'utilisation du mécanisme du droit de retrait obligatoire par l'actionnaire principal, celle-ci sera **égale 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.**

De plus, **la réalité du montant de cette indemnisation est garantie par la désignation d'un expert indépendant** par la société cible pour l'établissement d'une attestation d'équité sur le prix offert aux actionnaires minoritaires dans le cadre du retrait obligatoire. Cette mesure doit permettre une indemnisation juste des actionnaires dont les droits attachés à leur

droit de propriété se trouvent mis à mal par l'assouplissement des règles de détention.

Enfin, la loi prévoit sur le fondement de l'article 22 **que toute expropriation sera soumise au visa de l'AMF**. Celle-ci joue un rôle clé dans l'appréciation de la recevabilité de l'offre de retrait selon des critères mis en place dans son règlement général.

Après avoir présenté le régime initial, et les modifications apportées par la loi PACTE, faisant passer le seuil de détention de 95% à 90% des droits de vote ou de détention de capital (I), il s'agira de discuter et de présenter les différents enjeux que soulèvent cet abaissement (II).

II. De l'existence d'une pluralité d'enjeux relatifs à l'abaissement du seuil

Cette réforme a pour but de générer des retombées positives pour les sociétés cotées puisqu'elle contribue à renforcer l'attractivité de la Bourse de Paris, des OPA et des fusions (A) mais qui néanmoins porte en génère un certain de répercussions discutables (B).

A. Le renforcement de l'attractivité de la Bourse de Paris et la facilitation du processus de l'offre au public d'achat et de fusion

L'objectif premier visé par le Ministère de l'Économie, à l'origine, du projet de loi PACTE, est de **pallier aux défaillances du régime antérieur en matière de droit de retrait des actionnaires dans le cadre d'une OPA**. En effet, les obstacles réglementaires rendaient jusqu'alors très difficile la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire d'une société cotée par un actionnaire majoritaire.

Si ce mécanisme existait dans les textes, en pratique son utilisation était rare tant les conditions de sa mise en œuvre étaient difficiles

à réunir sous l'empire de la loi de 1993. Plus encore, le seuil de 95% a contribué à l'adoption, par certains fonds activistes, d'une stratégie de blocage ; laquelle consistait à acquérir des titres pour empêcher l'actionnaire majoritaire d'atteindre le seuil requis.

Par voie de conséquence, le mécanisme du retrait obligatoire se trouvait annihilé dès qu'une stratégie de ce type était à l'œuvre lors d'un processus d'offre publique d'achat. Cette difficulté à entamer le mécanisme du retrait obligatoire a eu pour effet indirect la limitation du nombre d'acquisitions réalisées en France, et en créant, ce faisant, un impact négatif général sur la valorisation des sociétés cotées françaises. En effet, l'actionnaire majoritaire de l'opération donnée voyait sa marge de manœuvre réduire considérablement lors d'un processus d'acquisition ce qui rendait le droit français en la matière peu attractif. De plus, la capacité des émetteurs pour lever des capitaux était également réduite, ce qui *in fine*, a contribué à nourrir le constat d'une certaine réticence des investisseurs à l'égard du marché français.

Le législateur, avec l'introduction de la loi PACTE, a donc inscrit son action dans une logique de facilitation de l'introduction en Bourse d'une société française, **pour renforcer l'attractivité de la place parisienne. L'abaissement du seuil vise à rassurer les actionnaires au moment de l'introduction en bourse d'une entreprise française**. Le texte semble chercher d'un côté à assouplir les sorties de cotation en bourse et de l'autre côté, à rendre extrêmement coûteuses et difficiles les opérations de prises de participation opportunistes de blocages par des fonds d'investissements et/ou activistes dans le cadre d'une offre au public.

Le second aspect emblématique de la réforme correspond à l'objectif de facilitation des fusions et des offres au public d'achat. La loi PACTE facilite l'expropriation des actionnaires minoritaires en modifiant les conditions de la procédure de l'offre au public de retrait de l'article L433-4 du CMF. Cette

modification permettrait ainsi un retrait obligatoire automatique. Ainsi dès lors que l'opération est réalisée en numéraire, que le retrait obligatoire a été prévu dès le début du lancement de l'OPA, qu'une évaluation de l'action visée a été fournie préalablement, et qu'un expert indépendant a attesté de l'équité de l'opération, L'AMF dans le cadre d'une telle opération n'aura pas besoin d'établir un avis de conformité. Cette mesure permet d'ailleurs d'assouplir et de simplifier la réalisation d'une fusion ou d'une OPA en levant un obstacle de taille à l'opération puisque les actionnaires minoritaires ne pourront plus contester l'avis de l'AMF. Cette nouveauté de la loi PACTE permet d'éviter d'avoir recours à une offre au public de retrait classique.

Si les objectifs poursuivis par cette modification législative apparaissent comme nécessaires et en conformité avec l'esprit du droit européen en vigueur, cependant l'existence de conséquences substantielles en pratique doit être soulignée.

B. Le revers de l'assouplissement du seuil de détention : les conséquences intrinsèquement liées au renforcement de la position de l'actionnaire majoritaire

Il est vrai que la réforme a nourri un espoir de voir apparaître un regain de vitalité des opérations d'acquisition en France. Selon *La Tribune*, seules 41 opérations ont été réalisées en 2017 contre 67 en 2007². **La contrepartie de cette velléité de rebond de l'économie s'accompagne cependant des conséquences importantes pour les acteurs des OPA. Si l'abaissement du seuil est perçu positivement pour l'actionnaire majoritaire, dont la position au sein d'une opération d'acquisition ressort éminemment renforcée, cette mesure à des conséquences moins favorables pour les autres acteurs de l'opération.**

Il convient de noter que le seuil de 90% n'est pas un seuil anodin, puisqu'il correspond également au seuil requis pour la mise en œuvre de la radiation simple prévue depuis 2015 par les règles d'Euronext. La radiation simple, contrairement au retrait obligatoire, n'a pas pour conséquence automatique l'expropriation des actionnaires minoritaires. Or, une radiation simple conduit en revanche à ce que les actionnaires minoritaires détiennent *in fine* des actions « illiquides » dans des sociétés non cotées, radiées, par le biais d'une radiation simple.

Les promoteurs, acteurs clé de l'opération, subiront nécessairement les conséquences de l'abaissement du seuil.

Cette nouvelle mesure rendra possiblement plus coûteuses et risquées les prises de participation purement opportunistes, ce qui constitue un objectif majeur de la Loi PACTE. Ces comportements se retrouvent majoritairement dans des sociétés sous offres au public par des fonds d'investissements activistes.

Ces prises de participation en vue d'atteindre le seuil des 5% pour bloquer le mécanisme de retrait obligatoire et par la même, de négocier à de meilleures conditions leur prix de sortie, seront nécessairement plus difficiles à mettre en œuvre.

De telles stratégies avaient déjà été mises en place concernant des sociétés cotées telles que Norbert Dentressangle ou encore Radiall. Il leur faudra désormais atteindre plus de 10% de détention pour être en mesure de bloquer le retrait obligatoire.

Enfin, en matière de facilitation des fusions ou d'OPA, il est possible de dresser un premier constat, au vu de l'étude faite par Maître Laurence Vincent de ces opérations dans la revue *Option finance*. L'exemple de

² <https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/loi-pacte-vers-un-assouplissement-des-conditions-de-mise-en-oeuvre-du-retrait-obligatoire-789392.html>

<https://www.forbes.fr/finance/bourse-ce-nouveau-dispositif-qui-rend-les-opa-plus-attractives/>

l'opération de rachat de la société cotée April par le fond d'investissement CVC Capital Partners offre une illustration de ce constat. Il s'agit de la première opération de la sorte à laquelle les modifications apportées par la loi pacte ont eu vocation à s'appliquer. En juillet 2019, CVC Capital Partners a tenté de racheter la société cotée April en procédant à une opération d'offre publique d'achat. Cependant, cette tentative a échoué puisque le fond d'investissement CVC Capital Partners n'a pas réussi à atteindre le seuil de 90% de détention car il s'est vu bloqué de peu la sortie de côte par un minoritaire.

Si d'autres facteurs ont pu jouer dans cette opération, l'abaissement du seuil s'est révélé inefficace à surmonter les obstacles rencontrés. Ainsi si sur un plan purement théorique, les mesures visant à simplifier l'expropriation des minoritaires et facilitant les fusions ou les simples OPA semblent tout à fait pertinentes, en pratique il en va autrement car elles ne permettent pas automatiquement d'atteindre le résultat escompté.

Conclusion

La réforme de la loi PACTE est une véritable avancée pour la France qui adopte un point de vue partagé par une large majorité des Etats membres de l'Union Européenne. Les objectifs mis en place par la réforme semblent pertinents au regard de la pratique du monde des affaires, notamment en matière de fusions-acquisitions. Les conséquences pratiques de cette évolution législative devront être surveillées et analysées d'ici quelques années, afin d'acquérir un certain recul suffisant sur la portée et les impacts de cet abaissement du seuil de détention dans la mise en œuvre d'un mécanisme de retrait.

Quelques mois après son entrée en vigueur, un bilan prématuré de la loi permet cependant déjà de dresser le constat d'une modification profonde des équilibres, notamment pour les fonds activistes et les

actionnaires minoritaires, ainsi qu'un doute sur l'impact réel de cette modification en matière de fusion.

Par suite, au-delà du seul abaissement du seuil pour mettre en œuvre le mécanisme de retrait obligatoire, il pourrait être opportun de se pencher sur la promulgation au moyen de la loi PACTE de nouvelles règles qui ont pour objectif de faciliter les sorties de côte des sociétés cotées. L'AMF pourrait profiter de cette tendance à la révision des seuils, pour rendre plus claire et plus souple sa pratique concernant les seuils de renonciation, en les harmonisant au même seuil de 90% de détention que le retrait obligatoire. Cela permettrait en outre, à la France, de s'aligner une fois encore sur les seuils que connaissent d'autres pays de l'Union européenne, à l'image du Royaume-Uni ou encore de l'Espagne.

Bibliographie :

- Directive 2005/25/CE du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d'achat.
- Loi PACTE.
- Jérôme Brosset, Gwendoline Hong, Tuan Ha “La loi PACTE assouplit les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire », Section Corporate sur le site www.august-debouzy.com, 19/07/19.
- <https://www.usinenouvelle.com/blogs/cabinet-dechert/abaissement-a-90-du-seuil-de-retrait-obligatoire-quel-impact-pour-les-biotechs-medtechs.N867710>
- <https://www.august-debouzy.com/fr/blog/1350-la-loi-pacte-assouplit-les-conditions-de-mise-en-uvre-du-retrait-obligatoire>
- <https://www.agefi.fr/regulation/actualites/quotidien/20190325/l-amf-l-apei-planchent-retrait-obligatoire-l-270954>
- <https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/loi-pacte-vers-un-assouplissement-des-conditions-de-mise-en-oeuvre-du-retrait-obligatoire-789392.html>
- <https://www.forbes.fr/finance/bourse-ce-nouveau-dispositif-qui-rend-les-opa-plus-attractives/>
- <https://www.flf.fr/actualite/le-retrait-de-la-cote-90-en-discussion-pour-renforcer-lattractivite-de-la-bourse-de-paris>
- <https://www.optionfinance.fr/services/lettres-professionnelles/la-lettre-des-fusions-acquisitions-et-du-private-equity-avec-cms-francis-lefevre-avocats/le-projet-de-loi-pacte/pacte-la-mise-en-oeuvre-des-procedures-de-retrait-obligatoire-bientot-facilitee.html>
- Maître Laurence Vincent, of counsel Herbert Smith Freehills, « Réforme du seuil du retrait obligatoire – première application pratique », *Option finance*, 16 septembre 2019.
- Marie Jeanne Pasquette, « OPA sur April : CVC échoue au test du nouveau retrait obligatoire », minoritaire.com, 1er août 2019.
- Code Monétaire et financier : Article 433-4 (nouvelle version).