

NOUVEAU SEUIL DE RETRAIT OBLIGATOIRE À 90% : UNE BONNE NOUVELLE POUR LES MARCHÉS FINANCIERS, DE L'IPO AU PTOP



*par Charles Cardon,
Avocat à la Cour,
Dechert LLP*

La bourse est l'un des moyens traditionnels de financement des sociétés françaises dans leur croissance et dans leur développement. Ce moteur paraît néanmoins grippé depuis quelques années, avec une diminution drastique du nombre d'introductions en bourse et de levées de capitaux sur le marché. Parmi les causes invoquées pour expliquer cette baisse d'attractivité auprès des émetteurs et des investisseurs figurent, outre les conditions économiques et la forte volatilité des cours, certains obstacles réglementaires dont la difficulté à mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire de la société cotée par un actionnaire contrôlant.

Le mécanisme de retrait obligatoire a été introduit en droit français par la loi n°93-1444 du 31 décembre 1993. La directive OPA du 21 avril 2004 a par la suite consacré cette possibilité au niveau communautaire. Le retrait obligatoire permet à l'actionnaire majoritaire d'une société cotée d'acquiescer automatiquement la propriété des actions non détenues à l'issue d'une offre publique. Ce mécanisme con-

stitue donc un droit de cession forcée (drag along right) similaire aux mécanismes fréquemment prévus dans les pactes d'actionnaires concernant des sociétés non cotées. Afin de permettre la protection du droit de propriété des actionnaires minoritaires, les conditions de mise en œuvre de ce mécanisme sont néanmoins restrictives puisque l'offrant doit détenir au moins 90% du capital et des droits de vote. La directive OPA laisse toutefois aux Etats membres la possibilité de fixer un seuil plus élevé pour autant qu'il ne dépasse pas 95% du capital et des droits de vote.

Lors de la transposition en droit français de la directive OPA, la loi dite « Breton » du 31 mars 2006 n'a pas fait usage de cette marge de manœuvre supplémentaire et a conservé le seuil de 95% déjà en vigueur.

Dans le cadre de l'essor des fonds activistes, s'est développée ces dernières années une stratégie de blocage consistant à acquiescer des titres afin de faire obstacle à une offre publique et contraindre l'initiateur à relever son prix¹.

¹ Voir notamment les offres publiques sur les sociétés Camaïeu, Buffalo Grill, APRR ou encore Norbert Dentressangle.

Cette impossibilité de procéder à un retrait obligatoire privera un actionnaire de contrôle de marges de manœuvre importantes en termes de mise en œuvre des synergies, de capacités de remontée de dividendes et d'intégration fiscale. Ces obstacles constituent un frein significatif à de nombreux projets de rapprochement, notamment d'acquisitions par les fonds de private equity. Cette difficulté de mener à son terme une opération de rapprochement a également un impact négatif sur la valorisation des sociétés cotées et l'attractivité des marchés financiers dans la mesure où le caractère « opérable » d'une société tire le cours vers le haut.

Dans ce contexte, la loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises, dite loi « PACTE », abaisse le seuil nécessaire à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire pour les sociétés dont le siège social est situé en France. L'article L. 433-4 II du Code Monétaire et Financier prévoit désormais qu'à l'issue de toute offre publique, 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 – seuils désormais cumulatifs et non plus alternatifs – sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, moyennant indemnisation. Le droit français fait ainsi usage de la flexibilité offerte par la directive OPA et s'aligne donc sur

le seuil de 90% du capital et des droits de vote prévu par la majorité des pays de l'Union Européenne². La loi PACTE répond donc à l'un de ses objectifs, à savoir mettre fin à certaines « surtranspositions » de directives européennes, afin de « permettre aux entreprises d'accéder plus facilement aux marchés financiers et de diversifier leurs sources de financement ». Cet abaissement du seuil rendra mécaniquement deux fois plus coûteuse la stratégie de blocage des fonds activistes.

Afin d'assurer la protection des actionnaires minoritaires, l'indemnisation est 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. Signalons enfin que, sauf cas où l'initiateur ne détenait pas la majorité du capital OU des droits de vote préalablement à l'offre publique, un expert indépendant doit être désigné par la société cible pour établir une attestation d'équité sur le prix offert aux minoritaires dans le cadre du retrait obligatoire.

Les opérations de sortie de cote (public to private) devraient ainsi se développer et animer le marché boursier, avec des acquéreurs, tant industriels que fonds d'investissements, à l'affût d'opportunités de rapprochements stratégiques et d'acquisitions.

² Seuls l'Italie, le Luxembourg, la Lituanie et les Pays-Bas retiennent désormais le seuil de 95%.