



PANTHÉON-ASSAS
UNIVERSITÉ
PARIS

L.L.M. Droit bancaire et financier

LES OFFRES PUBLIQUES SUR LES SOCIÉTÉS EN DIFFICULTÉ

Mémoire universitaire

Yann BONNET

L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

REMERCIEMENTS

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude à toutes les personnes qui ont contribué, de près ou de loin, à l'élaboration de ce mémoire.

Je souhaite à ce titre remercier chaleureusement Hugo Nadjar pour nos échanges et de m'avoir partagé sa thèse. Sans son apport, il aurait été impossible de saisir pleinement tous les enjeux liés aux offres publiques sur les sociétés en difficulté.

Je remercie également Maître Dominique Bompont et Madame le Professeur Marie-Laure Coquelet pour nos échanges.

Je remercie enfin particulièrement celles et ceux qui ont pris de leur temps pour relire ce mémoire.

PRINCIPALES ABREVIATIONS

AGE	Assemblée générale extraordinaire
al.	Alinéa
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANSA	Association Nationale des Sociétés par Actions
art.	Article
Ass. Plén.	Assemblée plénière
<i>Banque et droit</i>	<i>Revue Banque et droit</i>
<i>BJB</i>	<i>Bulletin Joly Bourse</i>
<i>BJE</i>	<i>Bulletin Joly Entreprises en difficulté</i>
<i>BJS</i>	<i>Bulletin Joly Sociétés</i>
BSA	Bon de souscription d'action
CA	Cour d'appel
Cass.	Cour de cassation
Cass. Civ. 1re, 2e, 3e	Chambres civiles de la Cour de cassation
Cass. Com.	Chambre commerciale de la Cour de cassation
CMF	Conseil des Marchés Financiers
COB	Commission des Opérations de Bourse
Code civ.	Code civil
Code com.	Code de commerce
Code mon. fin.	Code monétaire et financier
Déc.	Décision
Dir.	Directive
<i>Dr. Soc.</i>	<i>Droit des sociétés</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest and Taxes Depreciation Amortization</i>
éd.	édition
<i>ibid.</i>	<i>ibidem</i>
<i>JCP E</i>	<i>La Semaine juridique Entreprise</i>
OPA	Offre Publique d'Achat
OPAS	Offre Publique d'Achat Simplifiée
OPE	Offre Publique d'Échange
OPR	Offre Publique de Retrait
OCA	Obligation Convertible en Action
p.	page(s)
<i>Rappr.</i>	<i>Rapprocher</i>
<i>REF</i>	<i>Revue d'économie financière</i>
<i>Rev. dr. banc. fin.</i>	<i>Revue de droit bancaire et financier</i>
<i>Rev. proc. coll.</i>	<i>Revue des procédures collectives</i>
<i>RG AMF</i>	<i>Règlement général de l'AMF</i>
<i>RJDA</i>	<i>Revue de jurisprudence de droit des affaires</i>
<i>RTD Civ.</i>	<i>Revue Trimestrielle de Droit Civil</i>
<i>RTDBF</i>	<i>Revue Trimestrielle de Droit Financier</i>
SBF	Sociétés des bourses françaises
<i>V.</i>	<i>voir</i>

SOMMAIRE

(Une table des matières détaillée figure à la fin du mémoire)

PREMIÈRE PARTIE : LE DÉPÔT DE L'OFFRE

- I. L'APPRÉCIATION OPPORTUNISTE DE L'OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE
- II. L'APPRÉCIATION OPPORTUNISTE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

SECONDE PARTIE : LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE

- I. L'ASSOUPLISSEMENT DES RÈGLES DE CONTREPARTIE À L'OFFRE
- II. L'ASSOUPLISSEMENT DES RÈGLES GARANTISSANT LA RÉALISATION DE L'OFFRE

INTRODUCTION

1. **Accroche.** « *Dans les grandes crises, le cœur se brise ou se bronze* »¹. Cette citation du romancier Honoré de Balzac, qui écrivit sur la faillite et dont il fut lui-même l'objet, met en exergue l'enjeu des offres publiques sur les sociétés en difficulté. Les offres publiques peuvent tout d'abord, à la fois, permettre la restructuration et la survie des sociétés en difficulté, tout en offrant des opportunités de croissance et de synergies pour les initiateurs. Inversement, la survie d'une société en difficulté peut parfois dépendre de l'obtention d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique, lorsque la recapitalisation est conditionnée à cette dérogation. Dans un cas comme dans l'autre, le droit des offres publiques, lorsqu'il s'applique à une société en difficulté, se trouve métamorphosé et sa finalité devient : sauver la société.

2. **Définition de l'offre publique.** Une offre publique peut se définir comme l'engagement unilatéral, irrévocable et public d'acquérir les titres d'une société cotée en bourse².

3. **Typologie des offres.** Chaque année, le nombre d'offres publiques est relativement faible, *a fortiori* sur des sociétés en difficulté, mais elles représentent un poids économique important. L'offre peut prendre différentes formes. Il peut s'agir d'une offre publique d'achat lorsque la rémunération des actionnaires de la cible se fait en numéraire ou d'une offre publique d'échange lorsque la rémunération des actionnaires de la cible se fait par la remise de titres. Elle sera mixte si elle combine ces deux modes de rémunération et alternative si le choix entre ces deux modes est laissé à l'actionnaire. Le dépôt d'une offre publique peut être obligatoire en cas de franchissement du seuil des trois dixièmes du capital ou des droits de vote, d'excès de vitesse d'acquisition et dans les cas de retrait obligatoire. En dehors de ces cas, le dépôt d'une offre publique revêt toujours un caractère facultatif pour l'initiateur. L'offre peut suivre une procédure ordinaire ou une procédure simplifiée dans des cas limitativement énumérés, notamment lorsque l'offre est émise par un actionnaire détenant déjà, directement ou indirectement, seul ou de concert, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée. L'offre est généralement amicale, c'est-à-dire que le conseil d'administration de la cible

¹ H. de Balzac, *La maison du Chat-qui-pelote*, 1830.

² A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5e éd. 2014, n°20.

recommande aux actionnaires de celle-ci d'apporter leurs titres à l'offre, mais elle peut parfois être hostile, dans le cas inverse. L'offre réussit lorsque l'initiateur parvient à dépasser le seuil légal de 50 % du capital et des droits de vote à l'issue de l'offre, dans le cas contraire elle échoue et devient caduque.

4. Définition d'une société cotée en bourse. Une société cotée en bourse est un terme commun pour désigner une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. La définition de marché règlementé a été consacrée par la Directive MIF du 21 avril 2004³ et reprise sans modification par la Directive MIF II du 15 mai 2014⁴. Elle se retrouve en droit français à l'article L. 421-1, I du Code monétaire et financier « *Un marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché* ». Seules les sociétés anonymes (SA) et les sociétés en commandite par actions (SCA) peuvent faire coter leurs actions sur un marché réglementé. Elles sont, ce faisant, les seules formes sociales opéables.

5. Définition de société en difficulté. La notion de société en difficulté n'a pas de définition légale, la notion est principalement économique.

6. Définition économique des difficultés. Les difficultés des sociétés peuvent être de deux ordres : d'exploitation ou financières⁵. Les difficultés d'exploitation peuvent résulter soit d'un problème de marché, soit d'un problème de coûts, soit d'une combinaison des deux. L'entreprise peut, par exemple, ne pas réussir à s'adapter aux évolutions de son marché et avoir des produits inadaptés (exp. Du Pareil Au Même, Camaïeu, IKKS), le marché peut aussi être trop étroit pour que l'ensemble des entreprises concurrentes survivent (exp. Toys "R" Us), enfin une évolution défavorable des coûts par rapport à la concurrence, notamment étrangère, peut également entraîner la faillite. Les difficultés financières arrivent parfois alors même que la société est rentable, lorsque la société devient incapable de payer ou renouveler son endettement à court terme (exp. Atos).

³ Art. 4, §. 14, dir. 2004/39/CE.

⁴ Art. 4, §. 1, 21°, dir. 2014/65/UE.

⁵ P. Quiry, Y. Le Fur, *Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise*, 2020, n° 50.3.

7. Traduction juridique des difficultés. Juridiquement les difficultés se traduisent en principe par l'ouverture soit d'une procédure préventive soit une procédure collective, ce n'est toutefois pas une nécessité. Aux termes des articles L. 611-1 à L. 611-17 du Code de commerce, une procédure préventive peut prendre la forme d'un mandat ad hoc ou d'une conciliation. C'est une procédure confidentielle. Le mandat ad hoc est celui par lequel un mandataire est chargé de négocier avec les principaux créanciers de nouvelles modalités de remboursement ou d'annulation des dettes. La conciliation s'adresse aux entreprises qui rencontrent des difficultés juridiques, économiques ou financières sans être en cessation des paiements depuis plus de quarante-cinq jours. Un conciliateur désigné par le tribunal a la charge de trouver un accord amiable entre le débiteur et les principaux créanciers. Au terme de cette conciliation, l'accord trouvé entre la société et ses créanciers peut être soit homologué par le tribunal soit constaté par son président. Les procédures collectives sont : la sauvegarde, le redressement et la liquidation judiciaires. Aux termes de l'article L. 620-1 du Code de commerce, la procédure de sauvegarde est ouverte sur demande d'un débiteur qui, sans être en cessation des paiements, justifie de difficultés qu'il n'est pas en mesure de surmonter. Cette procédure est destinée à faciliter la réorganisation de l'entreprise afin de permettre la poursuite de l'activité économique, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif. La sauvegarde accélérée est une procédure réservée exclusivement aux débiteurs engagés dans une procédure de conciliation en cours, n'étant pas en état de cessation des paiements depuis plus de 45 jours au moment de la demande d'ouverture de la conciliation préalable, et justifiant avoir élaboré un projet de plan tendant à assurer la pérennité de l'entreprise⁶. Elle implique nécessairement la constitution de classes de parties affectées. Le redressement judiciaire, quant à lui, aux termes de l'article L. 631-1 du Code de commerce, s'adresse au débiteur en cessation des paiements. La procédure de redressement judiciaire est destinée à permettre la poursuite de l'activité de l'entreprise, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif. La procédure de sauvegarde, comme de redressement, donne lieu à un plan arrêté par jugement à l'issue d'une période d'observation. Enfin, aux termes de l'article L. 640-1 du Code de commerce, la procédure de liquidation judiciaire est ouverte lorsque le redressement judiciaire est jugé « *manifestement impossible* ». Elle vise à mettre fin à l'activité de l'entreprise ou à réaliser le patrimoine du débiteur par une cession globale ou séparée de ses droits et de ses biens.

⁶ C. com. art L. 628-1.

8. L'utilité de s'interroger sur le traitement des offres publiques sur les sociétés en difficulté. Le droit français des entreprises en difficulté est un droit volontariste qui met en œuvre des moyens ambitieux au service du sauvetage de l'entreprise⁷. Le sauvetage de la société en difficulté justifie, ce faisant, de nombreuses dérogations légales et jurisprudentielles aux règles du droit des contrats, du droit des sûretés et des sociétés. Cette tendance du droit des entreprises en difficulté à primer sur les autres droits se surnomme l'impérialisme du droit des entreprises en difficulté.

Le droit des offres publiques ne fait pas exception, il est profondément transformé par la nécessité de sauver la société en difficulté. Le droit boursier se plie face à l'impératif de sauver la société en difficulté. Il existe des dérogations légales au droit des offres en présence d'une société en difficulté. Il s'agit de la dérogation à l'obligation de déposer une offre publique et celle à la règle du prix plancher dans les offres publiques obligatoires. À cela s'ajoutent des hypothèses dans lesquelles l'AMF s'écarte de la lettre des textes afin de favoriser le sauvetage de la société en difficulté. Il s'agit là des décisions de non-lieu au dépôt d'une offre de retrait, de l'exception au caractère déterminé ou déterminable de la contrepartie au jour du dépôt du projet d'offre, de l'extension du champ de l'article 232-11 alinéa 2 du règlement général, de la tolérance à l'égard des conditions suspensives subordonnant la réalisation de l'offre. Enfin, l'autorité boursière peut aller plus loin en créant, par ses décisions, des aménagements : la dérogation à l'obligation de recourir à une expertise indépendante. Il en résulte que même si le droit des offres publiques vise avant tout à protéger les actionnaires en leur proposant un prix attractif, une offre publique sur une société en difficulté se fait généralement au détriment des actionnaires et à un prix dérisoire, dans l'espoir de sauver la société.

L'enjeu pratique de l'articulation entre le droit des offres et la nécessité de sauver la société en difficulté est majeur. Il s'est notamment illustré dans les affaires *Orpéa*⁸, *Eurotunnel*⁹, *Clariane*¹⁰, *Areva*¹¹, *Chemunex*¹², *Cesar*¹³, *CNIM*¹⁴, *TCS*¹⁵, *CGBI*¹⁶, *Sofco*¹⁷. Les grandes

⁷ F.-X. Lucas, *Manuel de droit de la faillite*, PUF, 2^e édition, 2016, p. 26.

⁸ *Infra* n° 17, n° 22, n° 28.

⁹ *Infra* n° 55, n° 57, n° 71.

¹⁰ *Infra* n° 18.

¹¹ *Infra* n° 37.

¹² *Infra* n° 38.

¹³ *Infra* n° 40.

¹⁴ *Infra* n° 41.

¹⁵ *Infra* n° 52.

¹⁶ *Infra* n° 64.

¹⁷ *Infra* n° 69.

restructurations de sociétés cotées s'accompagnent généralement d'une prise de contrôle de la société soit par les créanciers soit par des apporteurs en nouveaux fonds propres. Or, l'offre publique est la voie normale de prise de contrôle d'une société cotée.

Ce faisant, le sujet de l'offre publique est intimement lié à celui de la recapitalisation. Ainsi, tantôt le plan de restructuration peut être conditionné à l'obtention de la dérogation à l'obligation de déposer une offre (exp. Orpéa) ; tantôt, le plan peut être conditionné au dépôt d'une offre publique (exp. Eurotunnel).

Partant de ces constats, il est impératif de trouver des remèdes aux difficultés que posent la nécessité de sauver les sociétés en difficulté et le respect du droit des offres. Or, en l'état, le droit boursier n'est pas adapté aux sociétés en difficulté ; inversement, le droit des entreprises en difficulté n'est pas adapté aux sociétés cotées. Par conséquent, il devient capital de réformer soit le droit des offres, soit le droit des entreprises en difficulté pour mieux tenir compte des sociétés en difficulté.

9. Problématique. Il convient donc de se demander comment concilier le droit des offres publiques avec l'impératif de sauver les entreprises en difficulté, afin de trouver les solutions les plus appropriées aux problématiques d'articulation qui en découlent.

10. Annonce. En présence de sociétés en difficulté, les procédures de dépôt des offres se trouvent transformées à la fois par la réglementation boursière elle-même et par le pouvoir de contrôle de l'AMF (**PREMIÈRE PARTIE**). Les règles qui régissent le déroulement de l'offre se trouvent également métamorphosées par la nécessité de préserver la société (**SECONDE PARTIE**).

PREMIÈRE PARTIE : LE DÉPÔT DE L'OFFRE

11. **Annonce.** La réglementation boursière permet de déroger à l'obligation de déposer une offre publique sur les sociétés en difficulté afin d'encourager leur restructuration **(I)**. L'AMF adopte en outre un contrôle très opportuniste quand il s'agit d'octroyer ou non une décision de conformité à un projet d'offre publique de retrait sur une société en difficulté. Cela conduit à se demander si elle ne confond pas l'intérêt des actionnaires avec celui de la société **(II)**.

I. L'APPRÉCIATION OPPORTUNISTE DE L'OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE

12. **Annonce.** Afin d'éviter les prises de contrôle « rampantes »¹⁸, en 1989 a été instaurée en droit français l'offre publique obligatoire. Le dispositif vise à protéger les actionnaires minoritaires des prises de contrôle **(A)**. Lorsque le seuil est dépassé dans le cadre de la recapitalisation d'une société en difficulté, la réglementation boursière admet une dérogation à l'obligation de déposer une offre. La dérogation se justifie car ce sont les actionnaires qui ont approuvé l'augmentation de capital à l'origine du changement de contrôle, il n'y a donc pas lieu de les protéger de leur décision **(B)**. Toutefois, la consécration en droit français du mécanisme d'application forcée interclasse qui permet d'imposer aux actionnaires une augmentation de capital a suscité des questions. Interrogées, dans une affaire Orpéa, l'AMF, puis la Cour d'appel de Paris, ont jugé que la dérogation devait également bénéficier aux actionnaires de contrôle post-recapitalisation, lorsque le vote décidant de l'augmentation de capital est celui des classes de parties affectées, non celui de l'assemblée générale **(C)**.

A. L'obligation de déposer une offre

13. **L'obligation de déposer une offre publique.** Le droit boursier prévoit une obligation de déposer une offre publique dans deux situations. La première est lorsqu'une personne, agissant seule ou de concert, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société cotée¹⁹. La seconde est celle de l'excès de vitesse d'acquisition, à savoir lorsqu'une personne, agissant seule ou de concert,

¹⁸ COB, Rapport annuel 1989, p. 162.

¹⁹ RG AMF, art. 234-2 et CMF, art. 433-3 I.

détenant directement ou indirectement entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote et qui, en moins de douze mois consécutifs, augmentent le nombre des titres de capital ou des droits de vote qu'elle détient d'au moins 1 % du nombre total des titres de capital ou des droits de vote de la société²⁰. L'objectif de cette disposition est d'éviter le « ramassage en bourse », la majeure partie des pays occidentaux ont une disposition analogue²¹, à l'exception des États-Unis²².

14. La notion de concert. Pour l'application de l'obligation de déposer une offre « *sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société* »²³. Dans le cadre des restructurations de sociétés en difficulté, l'action de concert peut s'appliquer en cas de recapitalisation. Le vote d'une augmentation de capital réservée avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une personne dénommée ne caractérise pas à lui seul une action de concert entre les participants à l'augmentation de capital. Toutefois, il en va différemment si l'augmentation de capital est l'un des éléments d'un accord global par lequel les parties entendent mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société²⁴. Or, lorsque l'augmentation de capital intervient dans le cadre d'un plan de restructuration, ou pour prévenir l'ouverture d'une procédure collective, l'ensemble des conditions caractérisant l'action de concert semblent *a priori* remplies. Les participants ont « *conclu un accord* » généralement en s'engageant à souscrire à l'augmentation de capital, cela dans le but de mettre en œuvre « *une politique commune* » qui se manifeste par la volonté d'assurer la survie de la société.

15. Le calcul du seuil. Il convient tout d'abord de déterminer comment calculer le seuil de 30 %. Aux termes de l'alinéa 2 de l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier « *La détention directe ou indirecte d'une fraction du capital ou des droits de vote est appréciée au regard des articles L. 233-7 et L. 233-9 du code de commerce. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe la liste précise des accords ou instruments financiers mentionnés au 4° du I de l'article L. 233-9 qui doivent être pris en compte pour la détermination*

²⁰ RG AMF, art. 234-5 et CMF, art 433-3 I.

²¹ *V. par exp.* Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suisse.

²² A l'exception du Maine, de la Pennsylvanie, et du Dakota du Sud.

²³ C. com. L. 233-10.

²⁴ A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5e éd. 2014, n° 1479.

de cette détention. Les accords et instruments mentionnés au 4° bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce ne sont pas pris en compte pour la détermination de cette détention. ». Sont ainsi pris en compte pour le calcul du franchissement de seuil : la part du capital ou des droits de vote, y compris les droits de vote double. Les valeurs mobilières donnant accès au capital ne sont pas prises en compte, à l'exception de celles donnant accès à des actions existantes. Ainsi, avant l'exercice des obligations convertibles en actions nouvelles à émettre, ces actions potentielles ne sont pas à prendre en considération dans le calcul du seuil de 30 %²⁵. De plus, seules les actions ayant le droit de vote sont à prendre en compte dans le calcul du seuil²⁶. Il n'y a donc *a priori* pas d'obligations de déposer une offre publique obligatoire lorsque le passage des 30 % en capital résulte de l'acquisition d'actions de préférence sans droit de vote²⁷.

B. La dérogation à l'obligation de déposer une offre

16. La dérogation. L'article 234-9 2° du règlement général de l'AMF prévoit un tempérament à l'obligation de déposer une offre. Une dérogation peut être accordée lorsque le franchissement du seuil résulte de la « *souscription à l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière, soumise à l'approbation de l'assemblée générale de ses actionnaires* ». Ainsi, le bénéfice de cette dérogation est subordonné à trois conditions cumulatives.

17. Une augmentation de capital. Il faut tout d'abord une augmentation de capital. Il peut s'agir d'une augmentation de capital réservée ou non, avec ou sans droit préférentiel de souscription. L'AMF interprète avec souplesse cette condition, elle assimile à l'augmentation de capital la souscription à une émission de valeurs mobilières susceptibles de donner accès au capital²⁸.

L'AMF est allée plus loin en inventant la notion d'opération « *indissociable* ». Dans le cadre d'une procédure préventive ou collective, elle admet qu'une cession d'actions²⁹ ou une prise de participation dans une société mère via une cession de droit préférentiel de

²⁵ ANSA, Comité juridique du 1^{er} février 2023, doc. n° 23-010.

²⁶ RG AMF, art. 234-1.

²⁷ P.-H. Conac, « Franchissement de seuil », *Rép. Dalloz*, 2011, n° 194 ; ANSA, Comité juridique du 1^{er} février 2012, doc. n° 12-017.

²⁸ CMF, déc. n° 202C0076, 15 janv. 2002, *Highwave Optical Technologies*.

²⁹ AMF, déc. n°208C0523, 19 mars 2008, *Tonna Electronique* ; AMF, déc. n°210C0240, 12 mars 2010, *Mecelec*.

souscription³⁰ soit prise en compte dans le calcul du franchissement de seuil de 30 % si elle s'accompagne d'une augmentation de capital. Elle considère les opérations prévues « *indissociables* ».

L'augmentation de capital doit se faire en numéraire, ce qui exclut celle en nature³¹. L'augmentation de capital par compensation de créances est assimilée à une augmentation de capital en numéraire³². Néanmoins, pour réaliser une augmentation de capital par compensation de créances, le souscripteur doit détenir à l'égard de la société une créance liquide, exigible³³ et la créance doit faire l'objet d'un arrêté de compte établi par le conseil d'administration (ou le directoire) et certifié exact par le commissaire aux comptes³⁴. En pratique, cette assimilation est d'une grande importance pour l'application de l'article 234-9 2° du règlement général de l'AMF dans le cadre des restructurations de sociétés cotées car le seuil est généralement dépassé du fait de la conversion par les principaux créanciers de leurs créances en capital. La technique de conversion de créance en capital a l'avantage de permettre à la société cotée placée en sauvegarde ou en redressement judiciaire d'apurer son passif en consolidant ses capitaux propres.

Dans l'*Affaire Orpéa* c'est à la suite d'une première augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription par conversion d'environ 3,8 milliards d'euros de dette non sécurisée et d'une seconde augmentation de capital réservée d'environ 1,159 milliard d'euros que le consortium - composé de la Caisse des dépôts et consignations, de la MAIF, de CNP Assurances et de MACSF Épargne Retraite - a dépassé le seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la société Orpéa.

Lorsque la réalisation de l'augmentation de capital est conditionnée par l'homologation d'un plan de continuation par le tribunal de commerce, la dérogation est réputée caduque si l'homologation n'est pas obtenue. L'actionnaire ayant franchi le seuil se trouve alors dans l'obligation de déposer une offre. L'AMF s'est prononcée en ce sens le 6 mai 2002, dans le cadre de la demande de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique des concertistes

³⁰ AMF, déc. n°217C1044, 24 mai 2017, *Groupe Flo*.

³¹ A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5e éd. 2014, n°1710.

³² Rappr. Sur l'utilisation du droit des procédures collectives pour développer une stratégie d'acquisition de sociétés en difficulté, S. Vermeille, « Peut-on prêter pour posséder (*loan to own*) en droit français », *JCP E* 2009. 1709.

³³ C. com. art L. 225-128 al.2.

³⁴ C. com. art R. 225-134.

qui participaient à une augmentation de capital dans le cadre du plan de redressement de la société Perfect Technologies SA³⁵.

18. Une situation avérée de difficulté financière. L'augmentation de capital doit être motivée par une « *situation avérée de difficulté financière* ». Cette dernière n'est pas définie, elle se distingue toutefois de la situation de cessation des paiements³⁶. Plusieurs arguments vont en ce sens. Le premier siège à l'article L. 611-4 du Code de commerce, entré en vigueur le 1^{er} janvier 2006. Cet article permet l'ouverture d'une procédure de conciliation aux personnes « *qui éprouvent une difficulté juridique, économique ou financière, avérée ou prévisible* », mais qui « *ne se trouvent pas en cessation des paiements depuis plus de quarante-cinq jours* ». À la lecture de cet article, il est possible d'effectuer une première distinction entre la « *situation avérée de difficulté financière* » et l'état de cessation des paiements. Le second argument réside dans l'étude des décisions rendues par l'AMF dans lesquelles celle-ci se cantonne à exiger des difficultés avérées et des risques pour la continuité de l'exploitation.

Il peut s'agir par exemple de la mise en œuvre d'un plan de redressement et de recapitalisation³⁷ ; d'importants retards fournisseurs et de lourdes pertes provoquant une baisse significative de la trésorerie³⁸ ; la mise en œuvre d'une procédure d'alerte par les commissaires aux comptes ainsi qu'un ratio d'endettement important et des difficultés dans les relations avec les clients et les fournisseurs³⁹ ; l'absence de ressources nécessaires pour financer le plan de redressement de la filiale opérationnelle objet d'un plan de continuation⁴⁰ ; la mise en œuvre d'un plan de recapitalisation d'une société dont les résultats nets sont négatifs sur les trois derniers exercices et dont la continuité d'exploitation est menacée⁴¹ ; l'ouverture d'une procédure de conciliation, des résultats opérationnels et nets sociaux et consolidés négatifs sur les trois derniers exercices, des capitaux propres sociaux et consolidés en forte dégradation sur les trois derniers exercices⁴² ; l'ouverture de plusieurs procédures de conciliation consécutives, l'ouverture d'une procédure de mandat ad hoc, une dégradation de la situation d'endettement et des capitaux propres de la société⁴³ ; l'existence d'une procédure de conciliation ayant abouti

³⁵ AMF, déc. n° 202C0521, 6 mai 2002, *Perfect Technologies*.

³⁶ N. Morelli, O. Puech, « Droit boursier et entreprises en difficulté », in *Les offres publiques d'achat*, p°182.

³⁷ AMF, déc. n° 208C05323, 19 mars 2008, *Tonna Electronique*.

³⁸ AMF, déc. n° 208C2047, 14 nov. 2008, *Cybernetix*.

³⁹ AMF, déc. n° 209C0171, 3 fév. 2009, *Anovo*.

⁴⁰ AMF, déc. n° 209C0595, 30 avr. 2009, *Groupe Ares*.

⁴¹ AMF, déc. n° 214C0932, 28 mai 2014, *Gascogne*.

⁴² AMF, déc. n° 217C1044, 24 mai 2017, *Groupe Flo*.

⁴³ AMF, déc. n° 222C1253, 25 mai 2022, *Pierre et Vacances*.

à l'ouverture d'une procédure de sauvegarde accélérée ainsi que d'une forte dégradation de la trésorerie et de l'endettement générant un problème de liquidité immédiat⁴⁴ ; du non-respect pour la société de ses convenants financiers et de l'incertitude des commissaires aux comptes sur l'avenir de la société⁴⁵ ; lorsque sans le plan de refinancement conditionné à l'octroi de la dérogation, la société en difficulté sera dans l'impossibilité de pouvoir étendre ou refinancer ses lignes de crédits à court terme, d'avoir accès à de nouveaux financements nécessaires, ni de respecter les clauses de sa documentation bancaire à court terme, et qu'en conséquence, la continuité d'exploitation de la société risque de se trouver obérée⁴⁶.

Toutefois, si l'état de cessation des paiements n'est pas une condition *sine qua non*, la pratique montre que l'autorité boursière est plus intransigeante dans son contrôle lorsque la demande de dérogation intervient en amont de l'ouverture d'une procédure de conciliation ou collective. L'*Affaire Clariane SE* l'illustre⁴⁷. Dans cette affaire, la société Predicta, filiale à 100 % de Crédit Agricole Assurances, demandait le bénéfice de la dérogation dans le cadre du plan de renforcement de la structure financière du groupe Clariane. Pour bénéficier de la dérogation, la société Predicta et sa mère Crédit Agricole Assurances ont dû prendre de nombreux engagements. Les engagements étaient notamment de maintenir la cotation de la société ; ne pas accroître leurs participations pour une durée de 12 mois afin de permettre aux actionnaires de la société de bénéficier de la dynamique favorable du cours de bourse que la société espère retrouver à la suite du renforcement de ses fonds propres et durant la mise en œuvre du programme de cessions d'actifs ; et lors de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires appelés à se prononcer sur les résolutions relatives à l'augmentation de capital, limiter les droits de vote de Predicta à un tiers des droits de vote des actionnaires présents ou représentés. L'ensemble des engagements pris par la société Predicta et sa mère, en sus des efforts financiers déjà consentis, montre que l'AMF est moins souple lorsque la demande de dérogation intervient en amont d'une procédure de conciliation ou collective, mais elle ne s'y oppose pas.

19. L'approbation de l'assemblée générale. L'augmentation de capital doit avoir été soumise à l'approbation de l'assemblée générale. Ce faisant, elle ne peut pas résulter d'une

⁴⁴ AMF, déc. n° 223C0792, 26 mai 2023, *Orpéa*.

⁴⁵ AMF, déc. n° 224C0062, 10 janv. 2024, *Casino Guichard-Perrachon*.

⁴⁶ AMF, déc. n° 224C0227, 8 févr. 2024, *Clariane SE*.

⁴⁷ *Ibid.*

décision du conseil d'administration agissant dans le cadre d'autorisations accordées périodiquement par l'assemblée générale⁴⁸.

De fait, *a priori*, si le franchissement du seuil résultait d'une augmentation de capital en vertu du mécanisme de dilution forcée, les nouveaux actionnaires de contrôle ne devraient pas bénéficier de la dérogation à l'obligation de déposer une offre. Le mécanisme de dilution forcée est prévu à l'article L. 631-19-2 du Code de commerce. Dans le cadre d'un redressement judiciaire, il permet au tribunal dans le cadre d'un redressement judiciaire sur demande de l'administrateur judiciaire ou du ministère public et à l'issue d'un délai de trois mois après le jugement d'ouverture d'imposer une augmentation de capital aux actionnaires qui s'opposent à voter le plan. La mise en œuvre de ce mécanisme est subordonnée à trois conditions aux contours flous⁴⁹ : la société visée doit avoir plus de 150 salariés, sa disparition doit être de nature à « *causer un trouble grave à l'économie et au bassin d'emploi* » et la modification du capital doit apparaître « *comme la seule solution permettant d'éviter ce trouble et permettre la poursuite de l'activité, après examen des possibilités de cession totale ou partielle de l'entreprise* ». L'article L. 631-19-2 du Code de commerce permet ainsi de réaliser une augmentation de capital en passant outre le vote de l'assemblée générale, ce qui semble *a priori* exclure le bénéfice de l'article 234-9 2° du règlement général aux nouveaux actionnaires de contrôle post-recapitalisation. Cette affirmation est toutefois à relativiser. Quand le sort de la société en difficulté dépend de sa décision, l'AMF fait preuve d'ingéniosité. En effet, elle s'est récemment écartée de la condition prise *expressis verbis* tenant à « *l'approbation* » de l'augmentation de capital par l'assemblée générale dans deux affaires⁵⁰. De plus, la difficulté en pratique ne devrait pas se rencontrer concernant le mécanisme de dilution forcée. À ce jour, *a priori*, jamais des actionnaires d'une société cotée ne se sont vu imposer une augmentation de capital sur ce fondement.

20. La demande et le moment de la demande. La demande de dérogation doit se faire auprès de l'AMF. L'autorité boursière peut accorder cette dérogation, mais ce n'est qu'une faculté. La demande doit se faire dès le franchissement du seuil. Toutefois, en cas d'émission d'obligations convertibles en actions (OCA) dont la conversion ferait franchir le seuil de 30 %,

⁴⁸ A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5e éd. 2014, n°1710.

⁴⁹ H. Bourbouloux, C. Fort, « L'éviction des actionnaires d'une société en redressement judiciaire », *BJE*, juill. 2016, p. 287.

⁵⁰ *Infra* n° 28 (*Orpéa*) ; n° 29 (*Casino Guichard-Perrachon*).

se pose la question de savoir à quel moment elle doit être faite. Des doutes existent pour savoir si elle doit se faire dès la souscription des OCA ou à la suite de la conversion des actions par les porteurs. Cependant, la solution la plus pragmatique semble de considérer qu'elle doit se faire lors de la conversion des obligations en actions. La conversion n'étant que facultative en principe, il n'y a aucune raison d'anticiper un événement qui n'est qu'éventuel. En effet, pour le calcul du seuil de 30 % déclencheur d'une offre publique obligatoire⁵¹, il faut retenir au numérateur le nombre de droits de vote publié sur le site de l'émetteur (si seuil en droit de vote) ou les titres de capital (si seuil en capital). Or, tant que la conversion n'a pas eu lieu, les porteurs d'OCA ne jouissent pas du droit de vote et le seuil de 30 % n'est donc, par hypothèse, pas encore franchi. En présence d'un engagement des créanciers de demander la conversion, il serait toutefois possible de considérer que la demande de dérogation doit être faite à la suite de la souscription des OCA. Néanmoins, malgré sa pertinence, cet argument semble devoir être écarté dans la mesure où le montant du capital ainsi que la situation de l'émetteur pourraient varier jusqu'à la conversion, ce qui serait source d'insécurité. Ainsi, la demande de dérogation ne doit être faite qu'en cas de constatation du franchissement de seuil de 30 % résultant de la conversion des obligations⁵².

21. Une dérogation légale, preuve du pragmatisme de la réglementation boursière.

La philosophie de l'obligation de déposer une offre publique est d'éviter « *les prises de contrôle par ramassage en bourse* »⁵³. La raison d'être de l'obligation réside ainsi dans la protection des intérêts des actionnaires minoritaires. Or, sur le plan juridique, dès lors que les actionnaires acceptent eux-mêmes en assemblée le changement de contrôle, la protection ne trouve plus de raison à s'appliquer. Toutefois, sur le plan économique, la dérogation légale à l'obligation de déposer une offre semble faire prévaloir l'intérêt de la société sur celui des actionnaires minoritaires. En effet, les actionnaires à la suite de la recapitalisation de la société vont se retrouver extrêmement dilués, ce qui va contribuer à réduire la valeur boursière de leurs titres. De surcroît, la réduction du flottant va mécaniquement impacter la liquidité des titres et de nouveau contribuer à réduire leur valeur. En dépit de cela, l'AMF semble toujours faire primer la survie de la société, à celle des actionnaires minoritaires, comme l'administrateur judiciaire Frédéric Abitbol le concède en admettant avoir « *toujours obtenu* » la dérogation⁵⁴.

⁵¹ *Mémento Sociétés commerciales 2023*, éd. Francis Lefebvre, not. p. 1183 et s. et spéc. pts. 65630 et s.

⁵² ANSA, Comité juridique du 1^{er} février 2023, doc. n° 23-010.

⁵³ COB, Rapport annuel, 1989, p. 162.

⁵⁴ F. Abitbol, Sociétés cotées en difficulté - Les sociétés cotées en difficulté - Table ronde, *Rev. proc. coll.* n° 1, janv. - févr. 2022.

22. La condition subordonnant le plan à l'obtention de la dérogation. Les actionnaires de contrôle post-augmentation de capital en pratique font de l'obtention de la dérogation une condition suspensive à la réalisation du plan de sauvetage de l'entreprise. Dans l'*Affaire Orpéa*, les engagements pris par le consortium dans le cadre du plan de sauvegarde étaient soumis à la condition suspensive de l'octroi de cette dérogation, purgée de tout recours. La présence de telles clauses est témoin de la nécessité pour les actionnaires de contrôle post-augmentation de capital de bénéficier de la dérogation pour accepter de financer l'entreprise.

C. L'extension du champ de la dérogation en présence de classes de parties affectées

23. Annonce. L'intégration dans le Livre VI du Code de commerce du mécanisme de classes de parties affectées, et plus spécifiquement de *cross-class cram-down* (1), a soulevé de nouvelles questions dans l'interprétation de l'article 234-9 2° du règlement général (2).

1. La révolution du mécanisme d'application forcée interclasse

24. Le déclin du droit de veto des actionnaires. L'article 11 de la directive (UE) 2019/1023 du 20 juin 2019 sur la restructuration et l'insolvabilité, transposé à l'article L. 626-32 du Code de commerce, permet au tribunal d'imposer le plan, malgré le vote défavorable de certaines classes dissidentes. Ce mécanisme d'application forcée interclasse se nomme en bon français : *cross-class cram-down*. Ce mécanisme vient considérablement faire évoluer le droit des sociétés et de l'insolvabilité. Chemin faisant, il a des répercussions sur les règles régissant les offres publiques sur les sociétés en difficulté.

Historiquement, les actionnaires disposaient d'un droit de veto sur toute solution ou plan de restructuration prévoyant une modification du capital du débiteur⁵⁵. Ce droit s'expliquait par la compétence exclusive donnée à l'assemblée générale extraordinaire pour procéder à une modification du capital social. Toutefois, la consécration du mécanisme de *cross-class cram-down* est venue ébranler ce droit de veto.

⁵⁵ « le tribunal ne peut, lorsque le plan comporte des mesures de restructuration du capital social, imposer l'adoption des modifications statutaires correspondantes qui sont subordonnées au vote favorable des associés » (Cass. Com., 15 janv. 1991, n° 89-15.822).

25. Conditions de mise en œuvre. Aux termes de l'article L. 626-32 I 2° du Code de commerce, le mécanisme peut être mis en œuvre si les règles d'adoption du plan ont été respectées et que le plan est approuvé par une majorité de classes, à condition qu'une au moins d'entre elles soit une classe de créanciers titulaires de sûretés réelles ou ait un rang supérieur à la classe des créanciers chirographaires ; ou à défaut, par au moins une des classes de créanciers affectés « *dans la monnaie* » autre qu'une classe d'actionnaires « *hors la monnaie* ». Les classes « *hors la monnaie* » sont celles qui n'auraient droit à aucun paiement en cas de répartition des actifs en liquidation judiciaire ou de cession.

26. Règle de la priorité absolue. Le mécanisme d'application forcée interclasse doit respecter la règle de la priorité absolue. Les créanciers d'une classe ayant voté contre le plan doivent être intégralement désintéressés, par des moyens identiques ou équivalents, lorsqu'une classe de rang inférieur a droit à un paiement ou conserve un intéressement dans le cadre du plan. Toutefois, le tribunal peut y déroger sur demande de l'administrateur ou du débiteur, lorsque deux conditions cumulatives sont remplies : d'une part, cette dérogation est nécessaire afin d'atteindre les objectifs du plan et, d'autre part, le plan ne porte pas une atteinte excessive aux droits ou intérêts des parties affectées.

27. Application forcée interclasse à la classe des détenteurs de capital. Lorsque le mécanisme doit concerner la classe des détenteurs de capital une série de conditions s'adjoint à celles qui s'appliquent lorsqu'une autre classe est concernée. Si une ou plusieurs classes de détenteurs de capital ont voté contre le projet de plan, le tribunal vérifie que l'entreprise excède les seuils fixés à l'article R. 626-63 du Code de commerce, à savoir 250 salariés et 20 millions d'euros de chiffre d'affaires net ou 40 millions d'euros de chiffre d'affaires net. En outre, il faut démontrer que les actionnaires dissidents n'auraient droit à aucun paiement ou à ne conserver aucun intéressement si l'ordre de priorité pour la répartition des actifs en liquidation judiciaire ou du prix de cession était appliqué. Par ailleurs, les actions nouvellement émises dans le cadre de l'augmentation de capital prévue par le plan, souscrite par apport en numéraire, doivent être offertes par préférence aux détenteurs de capital. Autrement dit, l'émission de nouveaux titres de capital doit se faire avec droit préférentiel de souscription. Enfin, le plan ne doit pas prévoir la cession de tout ou partie des droits des détenteurs de capital. En cas d'application forcée interclasse à une classe de détenteurs de capital, la décision du tribunal vaut approbation des modifications de la participation au capital ou des droits des détenteurs de capital ou des statuts

prévus par le plan. En somme, la consécration du mécanisme d'application forcée interclasse est la consécration en droit français du jugement valant vote.

2. *L'interprétation de l'article 234-9 2° à l'aune des classes de parties affectées*

28. L'exemple Orpéa. Dans le cadre de l'*Affaire Orpéa*⁵⁶, le 25 mai 2023, l'AMF a octroyé au consortium - composé de la Caisse des dépôts et consignations, de la MAIF, de CNP Assurances et de MACSF Épargne Retraite - une dérogation à l'obligation de déposer une offre sur le fondement de l'article 234-9 2° du règlement général de l'AMF.

La condition relative à la « *situation de difficulté financière avérée* » ne faisait pas débat. Durant le premier semestre 2022, face à un endettement financier d'environ 1,56 milliard d'euros et des besoins de financement immédiat, la société Orpéa avait sollicité l'ouverture d'une première procédure de conciliation qui avait abouti à un accord de conciliation homologué par le tribunal le 10 juin 2022. Au second semestre 2022, les perspectives financières du groupe Orpéa ne s'étaient pas éclaircies. Les marges de la société s'étaient réduites en raison de l'inflation et le taux d'occupation continuait de se réduire à la suite de la sortie du livre « *Les Fossoyeurs* » fin janvier 2022, qui a fortement impacté l'image du groupe. Cette baisse du taux d'occupation a eu un impact direct sur le résultat opérationnel et la trésorerie de la société. Ainsi, au second semestre 2022, la société Orpéa avait un besoin de financement à court terme de 5,7 milliards d'euros d'ici fin 2025. Ces difficultés ont conduit à l'ouverture d'une seconde procédure de conciliation, puis à la mise en œuvre d'une procédure de sauvegarde accélérée, ouverte le 24 mars 2023.

La condition relative à la réalisation d'une « *augmentation de capital* » ne faisait pas non plus débat. La société Orpéa devait faire l'objet de trois augmentations de capital : une première augmentation avec maintien du droit préférentiel de souscription par la conversion d'environ 3,8 milliards d'euros de dette non sécurisée d'Orpéa en capital, garantie par les créanciers financiers non sécurisés d'Orpéa ; une deuxième augmentation de capital d'environ 1,159 milliard d'euros réservée aux membres du consortium avec un droit de priorité de

⁵⁶ AMF, déc. n° 223C0792, 26 mai 2023, *Orpéa*.

souscription des actionnaires existants ; et une troisième augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant d'environ 390 millions d'euros pour laquelle les membres du consortium s'engageaient à souscrire 196,4 millions d'euros et les principaux créanciers bancaires s'engageaient à garantir le solde en souscrivant jusqu'à 195 millions d'euros. Ces augmentations avaient pour conséquences que, d'une part, à l'issue des augmentations de capital projetées, les seuils de 30 % du capital et des droits de vote seraient susceptibles d'être franchis à la hausse au résultat de la deuxième augmentation de capital par le consortium ; d'autre part, à l'issue de la deuxième augmentation de capital, le consortium serait susceptible d'accroître, en raison de sa souscription à la troisième augmentation de capital, sa détention en capital et en droits de vote, comprise entre 30 % et 50 % du capital et des droits de vote, de plus de 1 % en moins de douze mois consécutifs.

La condition relative à « *l'approbation de l'assemblée générale* » était en revanche sujette à débat. La dérogation accordée le 25 mai 2023 a fait l'objet de trois recours en annulation, deux à l'initiative d'actionnaires minoritaires et un à l'initiative de *hedge funds* titulaires d'une part significative de dette financière non sécurisée, devant la Cour d'appel de Paris. Cette affaire a donné lieu à un arrêt remarqué de la Cour d'appel de Paris en date du 9 novembre 2023⁵⁷.

Tout d'abord, les requérants estimaient que la réunion des actionnaires en classe de parties affectées pour les besoins du vote du plan de continuation ne pourrait être assimilée à une assemblée générale extraordinaire de la société. En effet, les modalités de convocation et les règles de quorum dans une classe de parties affectées diffèrent de celles de l'assemblée générale. À cela, la Cour d'appel de Paris rétorque que la notion d'« *assemblée générale* » au sens de l'article 234-9 du règlement général ne se limite pas à l'assemblée générale extraordinaire, en l'absence de renvoi exprès au Livre II du Code de commerce. La notion est, ce faisant, « *susceptible, en considération de l'évolution du système juridique dans son ensemble, de faire l'objet d'une interprétation autonome, et de désigner une catégorie générique, détachée des dispositions contingentes relatives aux assemblées d'actionnaires mentionnées au Livre II du code de commerce* »⁵⁸. Compte tenu de cela, selon la Cour d'appel de Paris, l'AMF était fondé à interpréter l'expression « *l'assemblée générale* » visée à l'article 234-9 2° de son règlement général comme correspondant, lorsque la société est soumise à une

⁵⁷ CA Paris, 9 nov. 2023, n° 23/09429, § 278 à 281.

⁵⁸ CA Paris, 9 nov. 2023, n° 23/09429.

procédure de sauvegarde accélérée, à la réunion des classes des parties affectées des détenteurs de capital appelées à voter sur le projet de plan de sauvegarde en application de l'article L. 626-30-1 du Code de commerce⁵⁹. La Cour d'appel, contrairement à la position de l'AMF, subordonne toutefois le bénéfice de la dérogation à « *l'approbation effective de l'augmentation de capital projetée* »⁶⁰.

En outre, les requérants soutenaient que le jugement arrêtant le plan de continuation qui « *vaut approbation des modifications de la participation au capital [...] prévues par le plan* » ne peut davantage être assimilé à une approbation par l'assemblée générale extraordinaire de la société et que l'approbation du plan par application forcée interclasse en présence d'une classe des détenteurs dissidente est en contrariété avec l'exigence d'une approbation de l'augmentation de capital par une décision de l'AGE. La Cour d'appel de Paris répond que la directive restructuration et insolvabilité, transposée par l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021, a orchestré un changement de paradigme. Son considérant 57 souligne, en effet, que « *lorsque des détenteurs de capital disposent du droit de vote sur un plan de restructuration, une autorité judiciaire ou administrative devrait être en mesure de valider le plan en appliquant les règles d'application forcée interclasse même si une ou plusieurs classes de détenteurs de capital font dissidence* ». Par ailleurs, selon le considérant 96, lui aussi convoqué par la cour, « *[l]'efficacité de la procédure d'adoption et de mise en œuvre du plan de restructuration ne devrait pas être mise en péril par le droit des sociétés* » ; ce qui, à tout le moins, justifie pour l'instant le mécanisme de l'application forcée interclasse⁶¹. Elle ajoute « *Quoi qu'il en soit, la décision du tribunal de commerce se substitue – en cas d'application forcée interclasse – au vote négatif de la classe des détenteurs de capital composée des actionnaires, laquelle constitue l'assemblée que vise l'article 234-9, 2°, du RGAMF en cas de recours à la procédure de sauvegarde accélérée* »⁶².

Ainsi, sans surprise, la Cour d'appel de Paris a confirmé la décision de l'AMF en retenant que la classe des détenteurs de capital pourrait être assimilée à une assemblée générale extraordinaire et que le jugement du tribunal arrêtant le plan de sauvegarde « *valant*

⁵⁹ AMF, Rapport annuel 2023, p. 82.

⁶⁰ CA Paris, 9 nov. 2023, n° 23/09429, § 283 et 284.

⁶¹ H. Le Nabasque, « La Cour d'appel de Paris valide la dérogation OPO dans l'affaire Orpéa », *BJS*, déc. 2023, p. 7.

⁶² CA Paris, 9 nov. 2023, n° 23/09429, § 297 à 298.

approbation » des modifications capitalistiques remplit les conditions de l'article 234-9, 2° du règlement général.

Sur le plan juridique, la solution est fragile. Le nombre surabondant d'arguments invoqués par la Cour d'appel illustre bien, au demeurant, que l'espèce n'épousait pas les conditions telles qu'expressément prévues par l'article 234-9 2° du règlement général⁶³. Accessoirement, les motivations de la Cour d'appel de Paris ne mentionnent pas que les dérogations accordées entrent bien dans la compétence et dans la mission de l'AMF – veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et au bon fonctionnement du marché – et respectent la règle d'égalité des actionnaires⁶⁴. Le sort des actionnaires minoritaires et le bon fonctionnement du marché sont, ce faisant, sacrifiés sur l'autel du rebond de la société en difficulté.

Sur le plan économique, en revanche, la solution se comprend aisément. Le plan était conditionné à l'obtention de la dérogation par le consortium. Plus de 13 000 emplois et 250 000 patients avaient, ce faisant, leur sort entre les mains de l'AMF puis de la Cour d'appel de Paris. La survie de l'entreprise et de nombre de ses parties prenantes dépendait de la mise en œuvre du plan de restructuration et de l'octroi de la dérogation.

Face aux difficultés soulevées par cet arrêt, il est légitime de se demander si l'AMF ne devrait pas faire évoluer son règlement général. L'octroi de la dérogation serait conditionné à l'approbation de l'augmentation de capital « *par ses actionnaires ou par le tribunal de commerce en cas de procédure de sauvegarde accélérée* », au lieu de la seule approbation « *par l'assemblée générale de ses actionnaires* ». Cette nouvelle rédaction favoriserait la sécurité juridique et la prévisibilité de la réglementation, ce que la position de la Cour d'appel de Paris prise dans l'arrêt commenté ne semble pas garantir⁶⁵.

Une décision de la Cour de cassation venant confirmer ou infirmer l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris dans l'affaire Orpéa est toujours pendante. Néanmoins, il est peu probable que la décision rendue soit remise en cause, tant les enjeux sur le plan économique sont importants.

⁶³ H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 720.

⁶⁴ D. Schmidt, « OPA obligatoire : dérogations accordées au visa de l'article 234-9, 2°, du RGAMF sans que ce texte soit appliqué », *BJB*, jan. 2024, p. 43.

⁶⁵ O. de Bailliencourt, « dérogation Orpéa : quand l'intérêt des personnes âgées prime celui des actionnaires », *Dr. Soc.* Août-sept. 2023, comm. 103.

29. Une décision réitérée. Depuis l'affaire Orpéa, l'AMF a pu réitérer sa position dans le cadre de l'offre déposée par EPEI, Attestor et la famille de Lacharrière sur les actions de la société Casino Guichard-Perrachon. Elle prend, au demeurant, dans sa décision, le soin de rappeler la décision de la Cour d'appel du 9 novembre 2023. Plus précisément, l'autorité boursière rappelle qu'« *en cas de difficulté d'application ou d'interprétation d'une norme relevant du droit boursier avec la mise en œuvre des dispositions régissant la procédure de sauvegarde accélérée, il convient, afin de préserver l'effet utile de la directive [directive restructuration et insolvabilité transposée par l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021 portant modification du livre VI du code de commerce] d'interpréter la première à la lumière des secondes* », et partant que « *la classe des détenteurs de capital constituée des actionnaires est assimilable à l'AGE lorsqu'il s'agit de voter sur le plan de sauvegarde dans le cadre de la procédure de sauvegarde accélérée* »⁶⁶. Dans cette affaire, la mise en œuvre du plan était à nouveau subordonnée à l'obtention de la dérogation par les actionnaires de contrôle post-recapitalisation. La nécessité de sauver la société en difficulté justifie donc tout autant l'octroi de la dérogation que dans l'affaire Orpéa.

30. Synthèse. Bien souvent sont visés par l'obligation de déposer une offre publique sur une société en difficulté les créanciers et les apporteurs en nouveaux fonds propres dans le cadre de sa recapitalisation. Il émerge dans ces situations des conflits entre les actionnaires pré-recapitalisation et les actionnaires de contrôle post-recapitalisation. Face à la nécessité de sauver la société en difficulté, la dérogation à l'obligation de déposer une offre est toujours octroyée. De surcroît, alors même que la liste des dérogations est *a priori* limitative⁶⁷ et laisse peu de place à interprétation⁶⁸, quand il en va de la survie d'une société, l'AMF sait faire preuve d'opportunisme. L'étude de la dérogation à l'obligation de déposer une offre publique montre qu'entre la mort ou la vie, l'autorité boursière choisira toujours la vie, quitte à délaïsser les actionnaires minoritaires que l'obligation est censée protéger.

⁶⁶ AMF, déc. n° 224C0062, 10 janv. 2024, *Casino Guichard-Perrachon*.

⁶⁷ Lucia, *Revue CMF*, novembre 1998, p. 121.

⁶⁸ D. Schmidt, « OPA obligatoire : dérogations accordées au visa de l'article 234-9, 2°, du RGAMF sans que ce texte soit appliqué », *BJB*, jan. 2024, p° 43.

II. L'APPRÉCIATION OPPORTUNISTE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

31. Annonce. Les restructurations de sociétés cotées peuvent donner lieu au dépôt, d'une offre publique de retrait du fait de modifications économiques et financières **(A)**. Lorsqu'est déposé un projet d'offre publique de retrait au titre de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF sur une société en difficulté, la réponse de l'AMF peut varier. Elle oscille en fonction de ce qu'elle estime être le mieux pour redresser la société. Il arrive ainsi qu'elle délivre une décision de conformité à l'offre publique de retrait **(B)** ou qu'elle prononce un non-lieu à cette offre **(C)**, sans qu'il soit possible, sur le plan purement juridique, d'expliquer cette divergence de traitement.

A. Le dépôt d'une offre publique de retrait

32. Le dépôt d'une offre publique de retrait motivé par l'apport de la totalité ou du principal des actifs. Aux termes des articles 236-1 à 236-6 du règlement général pris en application de L. 433-4 du Code monétaire et financier sont limitativement énumérés les cas de mise en œuvre de l'offre publique de retrait. Parmi lesquels les articles 236-6 2° du règlement général de l'AMF et L. 433-4 I 3° du Code monétaire et financier : « *la ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société informent l'AMF lorsqu'elles décident de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs* ». Sont ainsi visés tous les cas d'offres publiques de retrait consécutives d'une modification économique et financière de la cible, y compris les cessions d'actifs dans le cadre de restructurations.

33. La notion de principal des actifs. La notion de principal des actifs est différente de celle d'actif essentiel. La notion doit s'entendre comme étant des actifs d'une telle importance, qu'après cession, les caractéristiques de la société sont radicalement modifiées. L'importance de ces actifs est déterminée par une analyse multicritère tenant compte des caractéristiques de la société⁶⁹. Néanmoins, la notion demeure propice à une certaine liberté d'appréciation de l'AMF⁷⁰.

34. La compétence pour céder les actifs. Si le droit des sociétés attribue compétence à la direction de la société ou à son conseil d'administration ou de surveillance pour décider de

⁶⁹ AMF, Rapport annuel 2012, Chapitre 4 : Les opérations financières et la qualité de l'information, p. 104.

⁷⁰ D. Martin, « Droit, offres publiques et restructurations », *REF*, 2018/1, n° 129, p. 55.

cessions d'actifs significatifs, dès lors qu'elles sont conformes à l'objet social, l'AMF considère comme légitime et souhaitable de consulter l'assemblée générale des actionnaires préalablement à la cession effective des actifs, lorsque ceux-ci représentent la majorité des actifs et activités de la société et que leur cession modifie substantiellement la physionomie de l'activité et/ou la stratégie affichée par la société et intégrée par le marché⁷¹. Considération prise de cette position de l'AMF, il est possible de se demander si l'autorité pourrait accorder le bénéfice d'une dérogation à l'OPR, si un émetteur souhaitait imposer aux actionnaires un plan en ne leur permettant pas de voter ou en passant outre un vote contre⁷². Toutefois, eu égard à la décision rendue par la Cour d'appel de Paris en date du 9 novembre 2023, «*la classe des détenteurs de capital constituée des actionnaires [était] assimilable à l'AGE lorsqu'il s'agit de voter sur le plan de sauvegarde dans le cadre de la procédure de sauvegarde accélérée*», il semblerait possible que la doctrine de l'AMF relative aux cessions d'actifs significatifs ne puisse pas faire obstacle à l'obtention de la dérogation à l'obligation de déposer une OPR malgré l'absence d'approbation par l'AGE.

35. Le contrôle des conséquences de l'opération sur les intérêts des actionnaires.

L'AMF décide s'il y a lieu à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait. En principe, l'autorité boursière n'apprécie pas l'opportunité de l'opération⁷³. Dans les faits, elle effectue ce contrôle en appréciant les conséquences de l'opération au regard des intérêts des détenteurs de titres de capital ou de droits de vote de la société et en décidant s'il y a lieu à la mise en œuvre d'une offre de retrait.

B. La décision de conformité de l'offre publique de retrait

36. L'AMF a pu, à de nombreuses reprises, accorder une décision de conformité à un projet d'offre publique de retrait sur une société en difficulté sur le fondement de l'article 236-6 2° de son règlement général⁷⁴.

⁷¹ AMF, Position-recommandation, Les cessions et acquisitions d'actifs, Doc n° 2015-05.

⁷² D. Bompoint, Sociétés cotées en difficulté - Les sociétés cotées en difficulté - Table ronde, *Rev. proc. coll.* n° 1, janv. - févr. 2022.

⁷³ CA Paris 3 avr. 2001, *JCP E*, 2001, 804, note A. Viandier.

⁷⁴ *V.* pour d'autres exemples : SBF, Avis n° 94-141, 13 janv. 1994, *Bail Équipement* et CMF, déc. n° 200C0180, 3 févr. 2000, *Maxi Livres* pour des opérations de coup d'accordéon ; SBF, Avis n° 94-38837, 29 déc. 1994, *Docks des Alcools* pour une double réduction de capital ; SBF, Avis n° 94-2559, 2 déc. 1994, *Banque Nationale de Paris-Guyane* pour un cas de dégradation de la situation financière de la cible nécessitant des mesures « lourdes ».

37. L'exemple Areva (*cession du principal des actifs*). Tout d'abord, elle a notamment octroyé une décision de conformité lorsque la modification économique et financière intervenait dans le cadre d'un plan de restructuration. L'*Affaire Areva* l'illustre⁷⁵. Elle devait se prononcer sur la conformité du projet d'offre publique de retrait visant les actions de la société Areva par l'État français. Ce projet d'offre est intervenu dans le cadre du plan de restructuration de la société Areva. Ce plan prévoyait notamment la cession, par la société Areva, du contrôle exclusif de la société New NP, une filiale spécialisée dans la conception de réacteurs nucléaires, et la perte, par la société Areva, du contrôle de la société New Areva Holding, une holding regroupant l'ensemble des activités du cycle combustible nucléaire, laquelle résulte d'une augmentation de capital de 2,5 milliards d'euros avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de l'État français. A l'issue de l'offre l'État français détenait directement ou indirectement 98,25 % du capital et au moins 98,41 % des droits de vote. Compte tenu des engagements d'apports et au vu du contexte dans lequel l'initiateur a déposé le projet d'offre publique, l'autorité a déclaré conforme le projet d'offre publique de retrait⁷⁶.

38. L'exemple Chemunex (*coup d'accordéon*). Par ailleurs, elle a également octroyé une décision de conformité lorsque la modification économique et financière intervenait en dehors de tout plan. L'*Affaire Chemunex* l'illustre⁷⁷. L'AMF devait se prononcer sur la conformité du projet d'offre publique de retrait visant les actions de la société Chemunex par la société AES Laboratoire Groupe dans le cadre d'une opération de recapitalisation. L'opération de recapitalisation consistait en la réalisation d'une opération de réduction de capital par annulation de la totalité des actions existantes Chemunex, puis en une opération d'augmentation de capital, suivie d'une seconde opération de réduction de capital. Dans ces conditions, elle a déclaré le projet d'offre publique de retrait recevable. Il est au demeurant récurrent que l'AMF rende une décision de conformité à l'offre publique de retrait lorsqu'elle s'accompagne d'un coup d'accordéon.

⁷⁵ AMF, déc. 217C1768, 28 juill. 2017, *Areva*.

⁷⁶ V. par exp. SBF, Avis n° 94-141, 13 janvier 1994, *Bail Équipement* et CMF, déc. n° 200C0180, 3 févr. 2000, *Maxi Livres*.

⁷⁷ AMF, déc. 204C1533, 15 déc. 2004, *Chemunex*.

C. Le non-lieu au dépôt de l'offre publique de retrait

39. L'AMF peut prononcer un non-lieu à l'offre publique de retrait si la cession ou le transfert du principal des actifs s'inscrit dans le cadre d'un accord global avec les créanciers⁷⁸.

40. **L'exemple Cesar (cession du principal des actifs).** L'*Affaire Cesar* l'illustre⁷⁹. Cesar avait conclu le 24 octobre 2008 un contrat de cession d'actifs sur un pôle d'actifs américain qui représentaient l'essentiel du chiffre d'affaires, de l'EBITDA et des actifs courants du groupe. La cession de ces actifs devait permettre de désintéresser les créanciers et d'assurer le succès du plan dont dépendait la survie de l'entreprise. Dans ce cadre, les actionnaires de Cesar ont demandé à l'AMF de considérer qu'il n'y avait pas lieu de déposer une offre publique de retrait au sens de l'article 236-6 du règlement général. Au regard de ces éléments, l'AMF a considéré qu'à supposer que la cession du pôle américain représente la cession du principal des actifs de la société Cesar, elle n'emporte pas de conséquences préjudiciables au regard des droits et intérêts des actionnaires de la société, compte tenu de sa situation opérationnelle et financière, et a relevé que cette cession s'inscrit dans le cadre d'un accord global avec les banques créancières de la société ayant fait l'objet d'une homologation par le tribunal de commerce. Dans ces conditions, l'autorité a considéré que l'opération projetée n'est pas de nature à justifier la mise en œuvre préalable d'une offre publique de retrait. Ainsi, plus généralement, elle a souligné dans son rapport annuel de l'année 2008 que la cession de ce qui peut être qualifié comme étant le principal des actifs de la société doit s'apprécier *in concreto* et, par conséquent, tenir compte du contexte dans lequel elle intervient afin de déterminer si elle est susceptible d'affecter les droits et intérêts des actionnaires de la société et donc justifier le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait par l'actionnaire contrôlant⁸⁰. Autrement dit, si la cession n'emporte pas de conséquences préjudiciables pour l'actionnaire, il n'y a pas lieu de déposer une offre publique de retrait. Cette position de l'AMF sera réitérée dans plusieurs affaires *a posteriori*⁸¹.

⁷⁸ A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5e éd. 2014, n°2407.

⁷⁹ AMF, déc. 208C2236, 12 déc. 2008, *Cesar*.

⁸⁰ AMF, Rapport annuel 2008, Chapitre 3 : Les opérations financières et la qualité de l'information, p. 128.

⁸¹ *V. par ex.* AMF, déc. n° 214C0210, 7 févr. 2014, *Geci International* ; AMF, déc. n°216C2801, 14 déc. 2016, *Spir Communication* ; AMF, déc. n°220C1528, 14 mai 2020, *CNIM Group* ; AMF, déc. n° 221C2347, 9 sept. 2021, *Pierre et Vacances*.

41. L'exemple CNIM (transfert du principal des actifs à une fiducie). En outre, l'AMF a admis des dérogations à l'obligation de déposer une OPR lorsque la restructuration prévoit le transfert d'actifs à une fiducie. En effet, la fiducie opère un transfert de patrimoine du constituant vers le fiduciaire⁸², elle entre à ce titre dans le champ d'application de l'article 236-6 2° du règlement général de l'AMF.

L'*Affaire CNIM* l'illustre⁸³. L'AMF devait se prononcer sur une demande de non-lieu à l'offre publique de retrait en raison de la constitution de fiducies qui s'inscrivaient dans le cadre de la restructuration financière de la société CNIM. La société CNIM avait conclu avec ses principaux créanciers un accord de conciliation le 29 avril 2020. La réalisation de cet accord comportait notamment des conditions suspensives tenant à la mise en place de financements. Les financements devaient être garantis par la constitution par CNIM de fiducies dans lesquelles étaient placés des actifs fiduciaires comprenant l'intégralité des titres de certaines filiales de CNIM, correspondant à 74 % et à terme près de la totalité de la valeur nette des actifs rapportés au total du bilan consolidé estimé en 2019 de CNIM. Chaque fiducie consistait à la fois à être une fiducie sûreté et une fiducie gestion. L'autorité a estimé « *que compte tenu du contexte auquel est confronté la société CNIM, l'opération projetée en ce qu'elle prévoit le transfert d'actifs significatifs, qui pourraient être qualifiés comme constituant le principal de ses actifs, au profit de fiducies, [...] dans le but de permettre à la société CNIM de faire face à ses échéances et ainsi surmonter ses difficultés financières avérées, ne porte pas atteinte aux droits et intérêts des actionnaires et n'est, par conséquent, pas de nature à justifier la mise en œuvre préalable d'une offre publique de retrait sur le fondement de l'article 236-6 du règlement général* ». Elle a réitéré sa solution dans le cadre de la restructuration de la société Pierre et Vacances⁸⁴.

42. La confusion entre l'intérêt de la société et des actionnaires. Ainsi, la nécessité de sauver l'entreprise en difficulté peut conduire l'AMF à déroger à l'obligation de déposer une offre publique de retrait, lorsqu'elle est amenée à apprécier la nécessité de déposer une offre de retrait et qu'elle juge que la refuser est plus opportun pour les droits et intérêts des actionnaires.

⁸² C. civ. art. 2011.

⁸³ AMF, déc. 220C1528, 14 mai 2020, *CNIM Group*.

⁸⁴ AMF, déc. 221C2347, 9 sept. 2021, *Pierre et Vacances*.

Force est de constater que l'AMF confond l'intérêt de la société avec l'intérêt de ses actionnaires⁸⁵. Alors que la lettre du texte impose que la décision de l'AMF soit prise au regard des « *droits et intérêts des actionnaires* », dans l'affaire César – et ses successeuses -, la survie de l'entreprise prime. Or, assurer la survie de l'entreprise se traduit par assurer l'intérêt de la société, pas nécessairement assurer l'intérêt des actionnaires minoritaires que le dispositif est censé protéger. Ces derniers ont en effet probablement plus intérêt à être désintéressés dans le cadre de l'offre publique de retrait, plutôt que d'attendre la réalisation du plan de restructuration au résultat incertain.

43. Synthèse. L'AMF fait une application opportuniste de l'article 236-6 de son règlement général. Elle peut décider de donner une décision de conformité au projet d'offre publique de retrait sur une société en difficulté, que ce dépôt intervienne dans le cadre d'un plan de restructuration ou en dehors de tout plan. Toutefois, l'autorité boursière fait preuve de pragmatisme et autorise assez commodément des dérogations à l'OPR en considérant le redressement que permettrait la cession des actifs dans le cadre d'un accord global avec les créanciers ou d'un transfert des actifs en fiducie pour la réalisation de la restructuration⁸⁶. En somme, il n'y a pas une unique position de l'AMF, elle apprécie chaque espèce et délivre la solution qu'elle estime la plus à même d'assurer la pérennité de la société, quitte à sacrifier les actionnaires minoritaires.

44. Conclusion de la première partie. La pratique décisionnelle de l'AMF qui entoure les dérogations à l'obligation de déposer une offre publique rejoint celle des décisions de non-lieu au dépôt d'une offre de retrait : lorsqu'une société rencontre des difficultés, l'obtention d'un aménagement à l'obligation de déposer une offre est largement facilitée. Le règlement général admet une dérogation à l'obligation de déposer une offre. L'autorité boursière fait une interprétation extensive de cette dérogation, elle admet son octroi lorsque l'augmentation de capital a été votée par les classes de parties affectées, et l'assemblée générale au sens du Livre II du Code de commerce. De surcroît, lorsque des cessions ou transferts d'actifs, à un cessionnaire ou une fiducie, surviennent dans le cadre d'un plan, l'autorité boursière tend à rendre des décisions de non-lieu à l'offre publique de retrait. En tout état de cause, quand besoin est, l'AMF décide de la conformité à l'offre publique de retrait. La position de l'autorité

⁸⁵ H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 726 à 728.

⁸⁶ D. Bompoin, *Sociétés cotées en difficulté - Les sociétés cotées en difficulté - Table ronde*, *Rev. proc. coll.* n° 1, janv. - févr. 2022.

boursière semble ainsi peu balisée. Opportunes sur le plan économique, ces exceptions sont guidées par l'intérêt de la société, mais se réalisent toutefois au détriment de la sécurité juridique et des actionnaires minoritaires⁸⁷.

SECONDE PARTIE : LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE

45. Annonce. Le déroulement de l'offre se transforme lorsque la société cible est en difficulté. Les règles de fixation et détermination de la contrepartie à l'offre sont modifiées à la fois par la réglementation boursière et par l'aisance que prend l'AMF à tordre la réglementation boursière **(I)**. En outre, l'AMF restreint le principe d'irrévocabilité de l'offre et se montre complaisante à l'endroit de l'actionnaire de contrôle qui refuse de déposer une offre publique obligatoire **(II)**.

I. L'ASSOUPLISSEMENT DES RÈGLES DE CONTREPARTIE À L'OFFRE

46. Annonce. Les règles de contrepartie à l'offre sont transformées quand la société cible est en difficulté. La réglementation boursière permet de déroger à la règle du prix plancher en cas de dépôt d'une offre publique obligatoire **(A)**. De plus, pour favoriser le sauvetage de la société en difficulté, l'AMF déroge à la réglementation boursière en donnant conformité à des offres dont le caractère « *déterminé ou déterminable* » semble faire défaut **(B)**. Enfin, sans fondement textuel, elle admet une dérogation à l'obligation de recourir à une expertise indépendante lorsque l'offre intervient dans le cadre d'un plan de restructuration **(C)**.

A. La règle du prix plancher en cas d'offre publique obligatoire

47. La dérogation à la règle du prix plancher. En principe, en cas d'obligation de déposer un projet d'offre publique, l'article L. 433-3 I du Code monétaire et financier alinéa 3 dispose « *Le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de dépôt du projet d'offre publique.* ».

⁸⁷ H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 730.

Néanmoins, sur ce point encore, le droit boursier français se montre clément avec la société en difficulté. Le législateur a prévu dans sa transposition de la directive du 21 avril 2004 sur les offres publiques d'acquisition une dérogation à la règle de prix plancher⁸⁸. En effet, l'article poursuit que « *L'Autorité des marchés financiers peut demander ou autoriser la modification du prix proposé dans les circonstances et selon les critères fixés dans son règlement général* ».

Les circonstances sont mentionnées à l'article 234-6 du règlement général de l'AMF, il en va ainsi notamment « *lorsque des événements susceptibles d'influer de manière significative sur la valeur des titres concernés sont intervenus au cours des douze derniers mois précédant le dépôt de l'offre* » ; et « *lorsque la société visée est en situation de difficulté financière avérée* ». Cela offre deux possibilités pour l'initiateur de bénéficier de la dérogation à la règle du prix plancher.

48. La survenance d'événements susceptibles d'influer de manière significative sur la valeur des titres. La première possibilité est la survenance « *d'événements susceptibles d'influer de manière significative sur la valeur des titres* ». Le 1° de l'article 234-6, alinéa 2 du règlement général est rédigé de manière très souple. Cela pourrait notamment englober la dégradation du niveau d'endettement, de la trésorerie, mais encore l'ouverture d'une procédure préventive ou collective.

49. Une situation avérée de difficulté financière. La seconde possibilité est lorsque la cible se trouve dans « *une situation avérée de difficulté financière* ». Il convient de souligner l'usage du terme « *situation de difficulté financière avérée* », lequel renvoie à la formule utilisée au sein de l'article 234-9, 2° du règlement général. En conséquence, les cas de dérogations de l'article 234-9 et de l'article 234-6 du règlement général seront appréciés pareillement. Dans cette hypothèse, le prix sera fixé à un niveau moindre, au moyen d'une analyse multicritère tenant compte, par exemple, du niveau d'endettement de la société et de l'illiquidité de ses actions sur le marché, conduisant à une fourchette d'estimations inférieures.

50. La fixation du prix par une analyse multicritère. Dans l'hypothèse où l'initiateur bénéficie d'un des cas de dérogations ou en l'absence de transaction de l'initiateur, agissant seul

⁸⁸ Art. 5-4.

ou de concert, sur les titres de la société visée au cours de la période de douze mois, le prix est déterminé en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres⁸⁹. La directive du 21 avril 2004 mentionnait pour critère « *la valeur moyenne de marché sur une certaine période, la valeur de liquidation de la société ou d'autres critères objectifs d'évaluation généralement utilisés en analyse financière* ». C'est ainsi que la directive a ouvert la voie à une approche multicritère, sans pour autant imposer au régulateur de « *mettre en œuvre plusieurs méthodes et d'examiner plusieurs références* » comme le préconise l'AMF.

La jurisprudence a eu l'occasion de rappeler que l'article 234-6 du règlement général de l'AMF n'énumère pas trois critères autonomes de fixation du prix, indépendants les uns des autres, qui seraient constitués par des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché des titres mais renvoie purement et simplement à l'approche multicritère⁹⁰. La solution est justifiée au regard de la place historique de l'analyse multicritère en droit des offres obligatoires, même s'il est vrai que lorsque la règle du prix plancher posée à l'article 234-6, alinéa 1, est écartée, l'article 234-6, 3°, alinéa 2, ne reprend pas la définition légale de la méthode multicritère de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier applicable aux offres publiques de retrait et au retrait obligatoire, que reprend l'article 237-2 du règlement général de l'AMF⁹¹. Il faut pour cela se souvenir de la place de l'analyse multicritère dans l'appréciation par l'autorité du prix de l'offre publique obligatoire avant la transposition de la directive OPA, laquelle a imposé la fixation d'un prix plancher dont l'article 234-6, alinéa 1, du règlement général de l'AMF reprend les conditions⁹².

51. Une dérogation de bon sens. La philosophie de cette dérogation se comprend aisément, si l'objectif de l'article L. 433-3 I alinéa 3 du Code monétaire et financier est d'offrir un « *prix équitable* » aux actionnaires tel que défini dans la directive du 21 avril 2004⁹³. La notion de prix équitable est liée à une logique de marché, celle de la confrontation entre l'offre et la demande pour la cession d'un bloc de contrôle, et dont l'objectif principal est d'assurer

⁸⁹ RG AMF, art. 234-6.

⁹⁰ Cass. Com., 25 nov. 2014, n° 13-21.715.

⁹¹ S. Torck, « Offre publique obligatoire d'ICADE sur SILIC : quelques propos dissidents au sujet de l'arrêt de la Chambre commerciale du 25 novembre 2014 », *Dr. Soc.* n°3, Mars 2015, comm. 54.

⁹² F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, « Le prix dans les offres publiques », *in* Les offres publiques d'achat.

⁹³ Dir. 2004/25 C, art. 5 : le prix équitable est « *le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période, déterminée par les États membres, de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre* ».

l'égalité de traitement entre les actionnaires⁹⁴. L'assimilation du prix plancher au prix équitable n'est donc qu'une simple présomption. Elle peut s'effacer lorsque la société cible rencontre des difficultés. Il n'est en effet pas souhaitable que les intérêts censés être protégés par le prix plancher soient lésés par l'application de ce dernier. Ainsi, une dérogation à la fixation d'un prix plancher en cas d'offre publique obligatoire se comprend aisément lorsque l'application du principe ne permet pas d'aboutir à un résultat équitable⁹⁵. La mise en œuvre de l'article 234-6 du règlement général de l'AMF, sans être monnaie courante, n'est pour autant pas rare⁹⁶.

52. L'exemple TCS. L'actualité boursière donne un parfait exemple de la mise en œuvre de la dérogation à la fixation d'un prix plancher dans le cadre d'une offre publique obligatoire : l'*Affaire Technicolor Creative Studios (TCS)*. L'AMF dans sa décision du 12 décembre 2023⁹⁷ a donné conformité au projet d'OPAS sur la société TCS et a accordé aux concertistes le bénéfice de la dérogation à la règle de fixation au prix plancher. Elle relève que la société TCS est entrée en procédure de conciliation, que son cours de bourse depuis le 27 septembre 2022 a dévissé de 99 %, que le rapport financier et le rapport d'audit des comptes des commissaires aux comptes manifestent des incertitudes sur la capacité de la société à poursuivre ses activités au-delà de l'exercice en cours. De cela, elle déduit que ces faits matérialisent des événements susceptibles d'influer de manière significative sur la valeur des actions TCS depuis douze mois et caractérisent une situation de difficulté financière avérée, selon les dispositions de l'article 234-6 du règlement général. Il convient ici de souligner l'excès de zèle de l'autorité, puisqu'elle se fonde à la fois sur le 1° et 2° de l'article. En conséquence, l'AMF a autorisé les initiateurs à modifier le prix de leur offre au prix unitaire de 1,63 euros par action, alors même que deux des concertistes avaient acquis des actions TCS pour un montant unitaire de 194,88 euros durant les douze mois précédant le fait générateur de l'offre.

B. Le caractère déterminé ou déterminable de la contrepartie

53. Le principe du caractère déterminable de la contrepartie au jour du dépôt du projet d'offre. Le projet d'offre doit indiquer aux termes de l'article 231-13 II 1° du règlement

⁹⁴ F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, « Le prix dans les offres publiques », *in* Les offres publiques d'achat, p°402.

⁹⁵ F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, « Le prix dans les offres publiques », *in* Les offres publiques d'achat, p°408.

⁹⁶ *V. par exp.* AMF, déc. n° 209C0559, 22 avr. 2009, *Gecimed* ; AMF, déc. n° 213C1914, 10 déc. 2013, *Lafuma SA*.

⁹⁷ AMF, déc. n° 223C2035, 12 déc. 2023, *Technicolor Creative Studios*.

général de l'AMF « *Le prix ou la parité d'échange auxquels l'initiateur offre d'acquérir les titres, les éléments qu'il a retenus pour les fixer et les conditions de paiement ou d'échange prévues* ». En conséquence, le prix ou la parité retenue doit, dès le projet d'offre, être déterminé ou déterminable⁹⁸. Ce caractère déterminé ou déterminable trouverait sa source à la fois dans le droit boursier et dans l'article 1163 alinéa 2 du Code civil, si tant est qu'il soit possible d'analyser une offre publique au sens d'une offre en droit commun des contrats. En effet, selon certains auteurs, l'offre publique d'achat ou d'échange visant les titres d'une société cotée s'analyse en une offre véritable qui, conformément aux principes du droit civil, doit comporter tous les éléments essentiels du contrat⁹⁹. Il appartient donc en principe à l'AMF d'apprécier la recevabilité de l'offre au regard de ces exigences¹⁰⁰.

54. La dérogation au caractère déterminé de la contrepartie au jour du dépôt du projet d'offre. En présence d'une société en difficulté, l'AMF a déclaré une offre recevable alors même que l'exigence de l'article 231-13 II 1° du règlement général de l'AMF n'était pas respectée, du moins en son caractère déterminé. Le caractère déterminable est sujet à débat. Cette entorse à la réglementation se justifierait de nouveau par la volonté de ne pas entraver le refinancement des sociétés en difficulté.

55. L'exemple Eurotunnel. Lors de la restructuration très singulière du groupe Eurotunnel, la société GET SA avait déposé une offre sur les actions du groupe dans le cadre de son plan de sauvegarde. L'initiateur s'était engagé à acquérir la cible, par remise d'une action ordinaire GET SA à émettre et d'un bon de souscription d'actions ordinaires GET SA à émettre pour une unité composée d'une action de la société Eurotunnel SA et d'une action de la société Eurotunnel PLC.

La première singularité de l'offre est que le groupe Eurotunnel avait émis des actions « jumelées », à savoir des actions qui ont la particularité de faire l'objet d'une indivisibilité conventionnelle stipulée dans les statuts des deux sociétés mais ne pouvant pas être transférées, achetées, ou cédées séparément¹⁰¹. Le titre Eurotunnel était ainsi une unité composée d'une action de la société française, Eurotunnel SA, et une action de la société anglaise, Eurotunnel

⁹⁸ H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 734.

⁹⁹ V. notamment en ce sens, A. Vialard, « L'offre publique de contrat » : *RTD civ.*, 1971, p. 750, spéc. n° 38 ; Th. Bonneau, L. Faugérolas, *Les offres publiques*, EFE, 1999, préf. J.-F. Lepetit, n° 6.

¹⁰⁰ CA Paris, 17 juin 1999, *Paribas et Société générale c. BNP*.

¹⁰¹ *Mémento Société Commerciales* 2021, n° 63493 et AMF, Rapport annuel 2018, p. 47.

PLC. Du fait de cette dualité, les règles d'attribution de compétence prévues par la directive du 21 avril 2004 permettant de définir une seule autorité compétente ne pouvaient s'appliquer. L'offre a donc été régie à la fois par le droit anglais, avec compétence du *Takeover Panel* et le droit français, avec compétence de l'AMF¹⁰².

La seconde singularité résulte de l'entorse au règlement général de l'AMF par l'autorité boursière. En l'espèce, l'autorité relevait que « *les caractéristiques financières des bons de souscription d'actions proposés telles qu'arrêtées dans le cadre du projet d'offre publique ne peuvent être déterminées à ce stade, celles-ci dépendant de paramètres qui ne peuvent être appréciés à ce jour* »¹⁰³, ce faisant, le prix n'était pas déterminé à la date du dépôt du projet d'offre.

Le prix était-il déterminable ? Un prix est considéré déterminable lorsque le mode de calcul est arrêté dès l'origine par les contractants de telle sorte que, par application d'une clause au contrat, il soit possible de déterminer le prix¹⁰⁴. Dans l'OPE sur la société Eurotunnel, le nombre total de BSA était calculé par le nombre d'unités apportées à l'offre publique divisé par 0,55¹⁰⁵. Lesdits BSA mettaient en équation les revenus exceptionnels au titre d'événements antérieurs au 30 juin 2008 et les montants d'EBITDA réalisés sur les exercices 2008, 2009 et 2010 par rapport à l'EBITDA de référence prévu dans le plan de restructuration¹⁰⁶. Il semble ainsi que les caractéristiques financières des BSA étaient déterminables. De plus, une analyse purement civiliste pourrait expliquer cette décision par la jurisprudence antérieure mais contestée de la Cour de cassation, selon laquelle l'ancien article 1129 du Code civil, aujourd'hui devenu l'article 1163 de ce même code, n'était « *pas applicable à la détermination du prix* », de sorte que, sauf disposition légale particulière, l'indétermination du prix ne constituait plus en droit commun une cause de nullité du contrat¹⁰⁷. Néanmoins, depuis l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016, la solution a été remise en cause. L'absence de caractère déterminé ou déterminable de l'offre entraîne désormais la nullité du contrat. Dès lors, à la suite de la réforme du droit des contrats, la solution ne pourrait désormais être maintenue, sauf à considérer que la contrepartie était effectivement déterminable. Si l'offre publique s'entend comme une offre au

¹⁰² M.-C. De Nayer, « L'offre publique d'échange sur Eurotunnel : une offre singulière », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2007, prat. 4.

¹⁰³ AMF, déc. n°207C0622, 4 avr. 2007, *Eurotunnel*.

¹⁰⁴ F. Terré, Ph. Simler, Y. Lequette et F. Chénéde, *Droit civil les obligations*, 13e éd., 2022, n° 372.

¹⁰⁵ AMF, I. 07-0021, Document de base, 21 mars 2007, *Eurotunnel SA, Eurotunnel UK PLC*.

¹⁰⁶ *Ibid.*

¹⁰⁷ Cass. Ass. Plén., 1er déc. 1995, n° 93-13688.

sens du droit commun, l'AMF semble avoir pris une décision qui s'impose. Un auteur estime néanmoins que dans la décision du 4 avril 2007 « *l'exigence posée à l'article 231-13 II 1° du RG AMF [le caractère déterminé ou déterminable du prix de l'offre] n'était pas respectée* »¹⁰⁸. Ainsi, selon cet auteur l'AMF aurait de nouveau fait fi de la réglementation boursière pour préserver le plan de sauvegarde du groupe Eurotunnel. Indépendamment du débat de savoir si le prix de l'offre était déterminable ou pas, la décision de l'AMF mérite d'être soulignée, car elle reconnaît la possibilité de rémunérer une offre en fonction des performances futures de la société lorsque celle-ci est en difficulté.

C. L'obligation de recourir à une expertise indépendante

56. La règle de principe : l'obligation de recourir à un expert indépendant. Aux termes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF « *La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque [...] l'acquisition de la société visée est rémunérée par des instruments financiers donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote de l'initiateur ou d'une société appartenant au groupe de l'initiateur, autres que des actions* ». Ces dispositions ont vocation à prévenir les conflits d'intérêts et à assurer l'égalité des actionnaires. Elles ont en principe un champ extrêmement large qui s'étend aux offres de toute nature et de toutes les modalités, que la contrepartie offerte consiste dans le versement d'un prix ou dans la remise de titres selon une parité déterminée¹⁰⁹. Chemin faisant, l'obligation d'avoir recours à un expert indépendant se répercute sur la décision de conformité du projet d'offre par l'AMF qui est chargée d'apprécier les conditions financières de l'offre.

57. La dérogation inventée par l'AMF. Toutefois, il apparaît que l'AMF derechef fasse une entorse à la règle en présence d'une société en difficulté. En effet, dans l'*Affaire Eurotunnel*¹¹⁰, riche d'enseignements pour celles et ceux qui s'intéressent aux offres publiques sur les sociétés en difficulté, l'autorité boursière a relevé que « *le projet d'offre publique d'échange étant une des composantes du plan de sauvegarde susvisé, les dispositions de l'article 261-1 du règlement général ne sont pas applicables et, ce faisant, non plus celles de l'article 231-21 5° relatives à l'appréciation des conditions financières du projet d'offre* ».

¹⁰⁸ H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 734.

¹⁰⁹ Cass. Com., 3 mai 2018, n° 15-26.273.

¹¹⁰ AMF, déc. n°207C0622, 4 avr. 2007, *Eurotunnel*.

Cette décision est étonnante. Aucune disposition légale ou réglementaire ne vient prévoir une telle dérogation. L'incompréhension persiste à la lecture de la décision, l'AMF n'explique pas pourquoi elle accorde une telle dérogation. Elle ne revient pas non plus sur le sujet dans son Rapport annuel et sa doctrine relative à l'expertise indépendante¹¹¹. Elle considère qu'en présence d'un plan de sauvegarde conditionné à la mise en œuvre d'une offre, la nomination d'un expert indépendant n'est plus nécessaire. Les difficultés de la société autorisent à s'affranchir de cette obligation¹¹². Cette dérogation est une pure création de l'autorité boursière.

Il existe néanmoins une explication à cette dérogation. Dans cette affaire, le groupe Eurotunnel a sollicité une expertise indépendante volontaire chargée de se prononcer sur les conditions financières du plan de restructuration, notamment de l'offre. Le rapport demandé aux experts joint à la note d'information précise toutefois que « *le rapport ne constitue pas une attestation d'équité ou une expertise indépendante au sens des chapitres I et II du titre VI (Livre II) du Règlement Général de l'AMF relatif à l'expertise indépendante, ou un avis tel que prévu à la Règle 3 du Takeover Code en vigueur au Royaume-Uni relative à l'avis indépendant* ». En d'autres termes, *a priori*, l'AMF admet que le rapport financier volontairement demandé par la société en difficulté se substitue au rapport exigé par la réglementation boursière. Cette dérogation se comprend aisément, le rôle de l'expert indépendant ne doit pas être de juger de l'équité de l'offre prévue par le plan de restructuration et de mettre, par son rapport, celui-ci en péril. Le plan est le résultat des longues et difficiles négociations entre des parties aux objectifs antagonistes, décuplées par les difficultés rencontrées par la société. La question du recours à l'expertise indépendante, au sens du droit boursier, dans l'affaire Eurotunnel, illustre une nouvelle fois les difficultés d'application du droit des offres aux sociétés en difficulté. Pour pallier cette difficulté tout en assurant la sécurité juridique, une telle dérogation mériterait néanmoins de trouver un fondement textuel auquel se rattacher, plutôt que de reposer exclusivement sur une pratique de l'AMF aux contours flous.

58. Synthèse. Ainsi, lorsque l'offre concerne une société cible en difficulté, les règles de fixation de la contrepartie à l'offre sont modifiées. Les dérogations sont à la fois réglementaires et issues de la pratique décisionnelle de l'AMF. Juridiquement, le règlement général de l'AMF permet de déroger à la règle du prix plancher. Opportunément, l'autorité

¹¹¹ AMF, DOC-2006-06, Relative à l'expertise indépendante ; AMF, DOC-2006-15, Relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

¹¹² H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 735.

boursière n'hésite pas à assouplir la réglementation boursière en faisant abstraction du caractère déterminé ou déterminable du prix de l'offre. De surcroît, elle crée le droit en prévoyant une dérogation à l'obligation de recourir à une expertise indépendante lorsque l'offre publique fait partie d'un plan de restructuration.

II. L'ASSOUPPLISSEMENT DES RÈGLES GARANTISSANT LA RÉALISATION DE L'OFFRE

59. Annonce. En présence d'une société cible en difficulté, le principe d'irrévocabilité des offres est remis en cause **(A)** et l'AMF se montre complaisante à l'égard de l'actionnaire de contrôle qui refuse de déposer une offre publique obligatoire **(B)**.

A. Les entorses au principe d'irrévocabilité de l'offre

60. Annonce. Le principe d'irrévocabilité, bien que cardinal, se trouve aussi affaibli lorsque l'offre porte sur une société en difficulté. L'AMF fait une interprétation extensive de la réglementation boursière pour faciliter la renonciation au dépôt d'une offre **(1)**. En outre, l'autorité boursière se montre complaisante à l'égard des initiateurs en admettant des conditions suspensives à la réalisation de l'offre très singulières, comme un seuil de renonciation conventionnel fixé à 95 % ou l'exigence de la remise du rapport du commissaire au plan **(2)**.

1. La renonciation légale à l'offre

61. L'exception à l'irrévocabilité de l'offre. En principe, l'offre engage irrévocablement l'initiateur à compter de la décision de conformité de l'AMF. Le principe d'irrévocabilité des offres n'a pas de fondement légal, mais découle directement des grands principes fixés par l'article 231-3 du règlement général, et notamment de la nécessité d'assurer l'intégrité du marché et de respecter la loyauté dans les transactions¹¹³.

Il existe un certain nombre d'exceptions au caractère irrévocable de l'offre, mais aucune d'elles ne vise expressément la situation de la cible en difficulté. Néanmoins, l'article 232-11 du règlement général permet à l'initiateur de renoncer à son offre (i) si l'offre devient sans objet,

¹¹³ P-Y. Chabert, A. Couret, « Les offres de prises de contrôle », *in* Les offres publiques d'achat, n° 576.

(ii) ou si la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre.

62. L'offre sans objet. L'entrée en procédure collective d'une société peut-elle rendre « l'offre sans objet » ? La notion de disparition de l'objet de l'offre n'est pas explicitée par les textes. Il s'agirait toutefois d'événements qui affecteraient la société cible et qui rendraient impossible l'achat ou l'échange proposé par l'initiateur, tels que l'ouverture d'un redressement judiciaire selon un auteur¹¹⁴. Dans ce cas, l'arrêt de la procédure serait une application des principes généraux du droit civil, le contrat d'achat ou d'échange de titres ne pouvant plus se former, la « chose » qui est l'objet faisant défaut¹¹⁵. Ce n'est toutefois pas une argumentation convaincante. Dans une affaire Paribas et Société Générale, la Cour d'appel de Paris a précisé que l'objet de l'offre faisait référence à des valeurs mobilières et que le principe de la personnalité morale exclut que soit prise en considération la consistance des actifs de la société sur lesquels les actionnaires n'ont aucun droit¹¹⁶. L'état financier de la cible serait donc indifférent, l'objet de l'offre étant les titres eux-mêmes jusqu'à la dissolution de la société en cas de liquidation. Ainsi, en dépit de l'entrée en procédure collective de la société cible, l'objet de l'offre demeure. De surcroît, rendre le projet d'offre sans objet du seul fait de l'ouverture d'une procédure collective ouvrirait une boîte de Pandore. L'AMF, à juste titre, ne se positionne pas sur ce fondement.

63. La modification de la substance de la cible. Elle se fonde sur la modification de la substance de la cible. Le bénéfice de cette exception est subordonné à deux conditions.

La première condition tend à « la modification de la consistance de la cible ». Sans conteste, la situation de difficulté financière avérée peut être jugée comme une modification de la substance de la cible. En outre, les difficultés financières rencontrées par une filiale de la société cible pourraient également entrer dans ce champ, la consistance de la cible se trouvant indirectement affectée.

¹¹⁴ O. Douvreur, « Offres publiques : typologie et caractères », in Les offres publiques d'achat, n°655.

¹¹⁵ Sur la persistance de la notion post-réforme de 2016 : F. Terré, Ph. Simler, Y. Lequette et F. Chénéde, *Droit civil les obligations*, 13^e éd., 2022, n° 346 à 348.

¹¹⁶ CA Paris, 17 juin 1999, *Paribas et Société générale c. BNP ; Banque et Droit* nov.-déc. 1999, p.38, obs. Th. Bonneau ; *BJB*, sept.-oct. 1999, p.484, note N. Rontchevsky.

La seconde condition est que la modification doit être le résultat de « *mesures* » prises par la cible. Ce terme n'appartient pas au langage juridique, il faut toutefois y voir une manière d'englober tous les actes et décisions sociaux quel que soit l'organe ayant décidé et la forme de la décision¹¹⁷. Or, la modification de la situation financière de la cible n'est pas le fait de cette dernière, sauf à basculer dans la fraude.

64. L'exemple CGBI. Pourtant, dans une *Affaire CGBI*¹¹⁸, l'AMF a tordu le sens du texte pour en faire bénéficier un initiateur sur une cible en difficulté. Dans cette affaire, la société Umanis a déposée une offre publique d'échange sur les titres de la société CGBI. L'offre avait été déposée le 7 août 2002 et déclarée conforme le 18 septembre 2002. À partir de ce jour, l'initiateur était, ce faisant, irrévocablement engagé. Néanmoins, l'initiateur a demandé le bénéfice de la renonciation à l'offre à la suite de la déclaration de la société en cessation des paiements, puis par l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire en mai 2003. Dans ces circonstances et au vu, d'une part, de la nature de l'offre publique et, d'autre part, de la taille respective des sociétés concernées et prenant acte de la situation créée par la déclaration de cessation des paiements par CGBI qui affecte la consistance de la société en raison du dispositif spécifique qui en découle, l'autorité a décidé, le 28 mai 2003, d'autoriser Umanis à renoncer à son offre publique d'échange visant les actions CGBI, en application de l'article 5-2-9 alinéa 2 du règlement général, aujourd'hui mot pour mot l'article 232-11 du règlement général. Il convient de souligner que la décision de l'AMF contient uniquement la référence à une « *situation [...] qui affecte la consistance de la société* ». La seule référence aux mesures prises par la cible est que l'ouverture de la procédure de redressement judiciaire résultait du « *dépôt par CGBI [...] d'une déclaration de cessation des paiements* ». L'AMF ne dit pas non plus que l'offre est dénuée d'objet, ce qui nous permet d'exclure l'idée selon laquelle elle aurait pu se fonder sur la disparition de l'objet de l'offre.

La décision CGBI prononcée par l'AMF appelle plusieurs critiques. Une déclaration de cessation des paiements peut-elle réellement être assimilée à une « *mesure* » ? Une mesure peut se définir comme un moyen pris par son auteur pour arriver à un but¹¹⁹, *a priori* elle suppose donc un pouvoir discrétionnaire de son auteur. En droit des offres publiques les « *mesures* » au sens de l'article 232-11 du règlement général sont traditionnellement à la discrétion de

¹¹⁷ A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5e éd. 2014, n°2001.

¹¹⁸ CMF, déc. n° 203C0826, 2 juin 2003, *CGBI*.

¹¹⁹ Dictionnaire de l'Académie française.

l'assemblée générale (augmentation de capital, réduction de capital, conclusions d'accords industriels ou commerciaux, distribution exceptionnelle de dividende)¹²⁰ ou du conseil d'administration depuis la Loi Florange du 29 mars 2014 (augmentation de capital ou émission de BSA par délégation de compétence, cessions d'actifs stratégiques, instauration d'une fondation néerlandaise). La déclaration de cessation des paiements pèse sur le représentant légal de la société en difficulté. Surtout, la déclaration de cessation des paiements n'est pas laissée à la discrétion du représentant légal, c'est une obligation. Il pèse sur lui une potentielle interdiction de gérer s'il a « *sciemment* » omis de faire la déclaration dans un délai de quarante-cinq jours¹²¹.

De surcroît, quand bien même le dépôt d'une déclaration de cessation des paiements peut être qualifié de « *measure* » au sens de l'article 232-11 du règlement général, cette décision semble avoir ses limites. Conformément à l'article L. 631-5 du Code de commerce, si l'ouverture du redressement judiciaire résulte de l'assignation par un créancier ou du ministère public sous réserve qu'ils parviennent à démontrer l'état de cessation des paiements, la « *measure* » ne serait plus du chef de la cible et de son représentant légal. La solution ne tiendrait plus, l'AMF devrait user d'un nouvel artifice pour contourner la lettre du texte dans l'objectif de sauver la société en difficulté.

65. Une interprétation extensive de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF. Ainsi, alors que l'analyse traditionnelle préconise que la dérogation ne doit être accordée que si la cible prend des mesures pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre. Il semble, cependant, qu'en tournant quelque peu la lettre du texte, l'autorité de marché s'arroge le droit de prendre en considération les difficultés financières des sociétés visées afin d'étendre la faculté reconnue à l'initiateur de révoquer son offre¹²².

66. La conformité aux principes du droit des offres. Que l'offre soit sans objet ou que la substance de la cible ait été modifiée, l'initiateur doit obtenir l'autorisation de l'AMF pour user de cette faculté. Elle donnera son autorisation au regard des principes qui régissent les offres publiques, à savoir le principe de libre jeu des offres et de leurs surenchères, l'égalité de traitement et d'information des actionnaires, de transparence et d'intégrité du marché et la

¹²⁰ A. Viandier, « La réforme du droit des offres publiques », *RJDA* 1997, p. 499.

¹²¹ C. Com. L. 653-8.

¹²² H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 738.

loyauté dans les transactions et la compétition. Pour ce faire, il appartient au régulateur d'apprécier, au vu des différents intérêts en présence, l'impact des circonstances invoquées par l'offrant pour déterminer s'il est justifié de le délier de ses engagements.

67. Dans l'*Affaire CGBI*, l'autorité prend soin de préciser qu'elle a pris cette décision au regard des principes posés par l'article 5-1-1 du règlement général visant notamment au déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché. Il est légitime d'en douter. Retirer une offre en raison de difficultés financières de la cible ne semble pas donner un bon signal au marché. Le retrait par un initiateur de son offre en raison des difficultés financières de la cible risque de sensiblement impacter le cours et la liquidité du titre, par voie de conséquence de porter atteinte aux intérêts des investisseurs et du marché.

2. La renonciation conventionnelle à l'offre

68. L'augmentation du seuil de renonciation conventionnel. Aux termes de l'article 231-9 II du règlement général de l'AMF « *l'initiateur peut stipuler dans son offre une condition d'obtention, à l'issue de celle-ci, d'un certain nombre de titres, exprimé en pourcentage du capital ou des droits de vote, en deçà duquel il se réserve la faculté de renoncer à son offre* ». Les offres publiques peuvent ainsi être conditionnées à l'obtention d'un seuil de capital ou des droits de vote.

Ce seuil est fixé librement par l'initiateur. Toutefois, cette liberté se heurte à deux tempéraments, de telle façon que prévoir un seuil de renonciation trop élevé peut se heurter à des difficultés. D'une part, le seuil de renonciation ne doit pas être inférieur au seuil légal de caducité de 50 % prévu à l'article L. 433-1-2 du Code monétaire et financier. D'autre part, le seuil de renonciation doit être conforme aux grands principes qui régissent les offres publiques. À ce titre, pour que l'offre soit déclarée conforme, le seuil doit être suffisamment réaliste afin que l'offre soit considérée de bonne foi et respectant le principe de loyauté posé à l'article 231-3 *in fine* du règlement général de l'AMF¹²³. Si le principe de loyauté traduit une exigence de cohérence entre le comportement de l'initiateur et l'esprit de la réglementation boursière¹²⁴, il semble cohérent que l'initiateur d'une offre volontaire ne souhaite pas se contenter d'une simple position majoritaire au sein du capital de la cible en difficulté, mais entend obtenir un niveau

¹²³ A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5e éd. 2014, n° 929.

¹²⁴ D. Martin, B. Kanovitch, M. Epelbaum, « Public M&A – Offres publiques », *RTBF* 2014/4 p. 49.

de contrôle suffisant pour mettre en œuvre certaines stratégies prédéfinies¹²⁵, telles que la restructuration d'une société en difficulté. De surcroît, en présence d'une société cible en difficulté, prévoir un seuil plus élevé ne devrait pas porter atteinte non plus au principe d'intégrité du marché¹²⁶.

69. L'exemple Sofco. L'*Affaire Sofco* illustre la tolérance de l'AMF à l'égard de l'initiateur dans la fixation du seuil de renonciation. En principe, l'autorité boursière s'oppose à ce que le seuil de renonciation conventionnel dépasse les deux tiers du capital ou des droits de vote de la société cible¹²⁷. Toutefois, face aux difficultés rencontrées par la société cible, Sofco, l'autorité a prononcé une décision de conformité à l'offre de l'initiateur qui proposait un seuil de renonciation fixé à 95 % des droits vote¹²⁸. Ce seuil avait été fixé par l'initiateur dans l'objectif de réaliser un retrait obligatoire à la suite de l'opération. Dans sa décision, l'autorité boursière justifie ce seuil de 95 % par le fait que la réalisation du plan de restructuration de la société en était tributaire.

70. La présence de conditions suspensives à l'offre. En présence d'une société cible en difficulté, la règle d'irrévocabilité connaît des exceptions purement opportunistes. Il est en effet admis la mise en place de conditions suspensives non prévues par la réglementation boursière. Cette souplesse peut s'expliquer par l'existence de difficultés de l'entreprise¹²⁹.

71. L'exemple Eurotunnel. L'*Affaire Eurotunnel* en est le parfait exemple. Dans cette affaire, l'initiateur s'engageait à acquérir par la remise d'une action ordinaire et un BSA GET SA contre une action de la société Eurotunnel SA et d'une action de la société Eurotunnel PLC. L'offre publique s'inscrivait dans le cadre du plan de sauvegarde des sociétés du groupe Eurotunnel arrêté par le tribunal de commerce de Paris. La singularité de cette affaire tient à ce qu'outre la condition suspensive de l'opération tenant à l'autorisation par l'AGE de l'initiateur d'émettre des titres pour réaliser l'OPE, il était prévu une seconde condition suspensive très singulière. L'opération dépendait de « *la réception par le conseil d'administration de GET SA d'une copie du rapport des commissaires à l'exécution du plan au président du tribunal de*

¹²⁵ H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 442.

¹²⁶ P.-Y. Chabert, A. Couret, « Les offres de prises de contrôle », in *Les offres publiques d'achat*, n° 581.

¹²⁷ AMF, *Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les OPA*, 13 mai 2014, p. 1.

¹²⁸ CMF, déc. 198C0160, 12 févr. 1998, *Sofco*.

¹²⁹ A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5e éd. 2014, n°1038.

commerce de Paris confirmant qu'ils ont reçu l'assurance que l'ensemble des éléments de la réorganisation d'EUROTUNNEL permettant la réalisation effective des opérations devant intervenir à la date de règlement-livraison, conformément aux dispositions du plan de sauvegarde, a été mis en place de façon effective »¹³⁰. Sans la transmission desdits documents, l'offre devenait caduque. La condition est étonnante en son genre. Elle se comprend toutefois aisément d'un point de vue pratique. Il s'agissait pour l'initiateur de s'assurer que le débiteur ait scrupuleusement exécuté son plan. Ce faisant, il se garantissait que l'entreprise n'était pas en train de périr. Toutefois, la condition constituait un tempérament au caractère inconditionnel des offres¹³¹, dès lors que l'initiateur avait conditionné la mise en œuvre de son offre à la réalisation effective de l'ensemble du plan de restructuration¹³².

B. La tolérance à l'égard de l'initiateur réfractaire à déposer son offre

72. La sanction du refus de dépôt d'une offre publique obligatoire. En pratique, il arrive qu'une personne franchisse l'un des seuils de déclenchement d'une offre publique obligatoire, mais refuse de déposer un projet d'offre. La sanction consiste alors en une privation des droits de vote, conformément à l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier, elle joue automatiquement jusqu'au dépôt de l'offre¹³³. Toutefois, la pratique de l'AMF est d'offrir une dispense à l'obligation de déposer une offre si l'actionnaire cède sa participation et que le cessionnaire du bloc de contrôle dépose lui-même une offre. Cette pratique résulte de l'affaire Proxitec, dans laquelle l'autorité a subordonné l'octroi de cette dispense à deux conditions : d'une part, la cession d'une fraction excédant le seuil de l'offre publique obligatoire, et d'autre part, que cette cession soit réalisée à un prix au moins équivalent à celui que l'actionnaire défaillant aurait dû proposer¹³⁴.

73. La tolérance de l'AMF en présence d'une société cible en difficulté. En présence d'une société cible en difficulté, la volonté de sauver l'entreprise paraît justifier de nouveau une solution *contra legem*, sans être totalement insolite en opportunité¹³⁵. Dans une *Affaire Billon*,

¹³⁰ AMF, déc. n° 207C0622, 4 avril 2007, *Eurotunnel*.

¹³¹ H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 739.

¹³² M.-C. De Nayer, « L'offre publique d'échange sur Eurotunnel : une offre singulière », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2007, prat. 4.

¹³³ A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5e éd. 2014, n°1762.

¹³⁴ AMF, Rapport annuel 2009, Chapitre 3 : Les opérations financières et la qualité de l'information, p. 144.

¹³⁵ D. Bompont, V. Ramonéda, « L'arrêt Bourrelrier : entre majoritaires distraits et minoritaires tenaces », *BJB*, janv. 2021, p. 39, spéc., n° 32.

une personne physique franchit, de concert, le seuil du tiers du capital et des droits de vote de la société Billon. Devant l'absence de dépôt d'un projet d'offre, le président de l'AMF par son pouvoir d'injonction saisit le président du tribunal de grande instance de Paris. Ce dernier ordonna le 13 juillet 2005 au débiteur de déposer dans les huit jours de la signification de l'ordonnance un projet d'offre publique dans les mêmes conditions que s'il avait été déposé le 22 avril 2004, date du franchissement de seuil. Le nouvel actionnaire de contrôle refusa néanmoins de se plier à l'injonction et céda sa participation à la société F.2 Participation. Celle-ci déposa alors un projet d'offre libellé à un prix unitaire de 0,13 euro par action, prix largement inférieur à celui exigé en premier lieu qui était de 1,70 euros par action. Cette diminution des conditions financières de l'offre n'empêcha pourtant pas l'autorité de déclarer l'offre conforme¹³⁶. Cette solution, parfaitement *contra legem*, éconduit les règles assurant la protection des minoritaires qui imposaient de retenir des conditions financières au moins équivalentes à celles qui s'imposaient à l'initiateur défaillant. Elle semble de nouveau s'expliquer par les difficultés rencontrées par la société visée¹³⁷.

74. Synthèse. Durant la phase de déroulement de l'offre, il apparaît plus aisé de renoncer à son offre et l'AMF se montre tolérante lorsqu'un actionnaire de contrôle refuse de déposer une offre obligatoire. L'autorité boursière, motivée par la nécessité de sauver la société en difficulté, se montre prête à accepter des comportements de l'initiateur ou du cessionnaire ayant acquis le bloc de contrôle de l'actionnaire réfractaire qu'elle n'aurait pas acceptés si l'offre portait sur une société *in bonis*. Ainsi, proposer de maintenir la société en vie garantit la clémence de l'autorité boursière.

75. Conclusion de la seconde partie. En présence d'une société en difficulté, l'autorité boursière adapte les règles qui entourent le déroulement de l'offre aux difficultés que rencontre la cible. Les premières adaptations touchent les règles qui régissent la contrepartie à l'offre. La première a un fondement textuel au sein du règlement général de l'AMF, il s'agit de la dérogation au prix plancher prévu en matière d'offre publique obligatoire. Les suivantes sont la création de l'autorité boursière : la dérogation à l'obligation de déterminer la contrepartie et celle de recourir à un expert indépendant. En outre, les règles qui touchent les causes de renonciation à l'offre et celles du refus d'exécution de l'obligation de déposer une offre publique sont atténuées lorsque l'offre porte sur une société en difficulté. Les décisions rendues

¹³⁶ AMF, déc. n° 207C0440, 7 mars 2007, *Billon*.

¹³⁷ H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 736.

montrent que l'AMF a pu étirer le domaine d'application de l'article 232-11 du règlement général afin de permettre à un initiateur de renoncer à son offre lorsque la société visée tombe subitement en état de cessation des paiements. L'AMF fait preuve de tolérance aussi en acceptant des conditions suspensives à l'offre très singulières, telles qu'un seuil de renonciation fixé à 95 % ou la communication du rapport du commissaire au plan. Enfin, lorsqu'un actionnaire de contrôle refuse de déposer une offre publique obligatoire, elle se montre clémente en cas de substitution de débiteur de l'obligation de déposer une offre, elle permet au cessionnaire de payer un prix inférieur au prix qui aurait dû être présenté par l'actionnaire défaillant. En somme, la survie de la société en difficulté justifie des dérogations aux règles qui régissent le déroulement des offres.

CONCLUSION

76. Un système pro-débiteur exigeant une réforme du droit des offres. Le sujet des offres publiques est un enjeu majeur lorsqu'est envisagée la restructuration d'une société cotée. Tantôt le plan de restructuration peut être conditionné à l'obtention de la dérogation à l'obligation de déposer une offre (exp. Orpéa) ; tantôt, le plan peut être conditionné au dépôt d'une offre publique (exp. Eurotunnel). Une fois le projet d'offre ou la demande de dérogation déposé auprès de l'AMF, vient le temps du contrôle par l'autorité. La pratique décisionnelle de l'AMF montre qu'entre la mort et la vie d'une société, l'autorité choisit toujours la vie. Pour ce faire, elle se fonde sur les dispositions légales et réglementaires étant à sa disposition, mais elle n'hésite pas aussi à les dépasser et à les tordre. Les obligations de déposer une offre d'achat ou de retrait connaissent ainsi des exceptions lorsque la survie des sociétés concernées est menacée. De la même façon, les règles qui encadrent la fixation de la contrepartie et le caractère irrévocable des offres s'effacent partiellement face à la nécessité de sauver la société en difficulté. Chaque offre sur une société en difficulté est unique, tant l'AMF fait une appréciation circonstanciée des offres. Le droit des offres publiques appliqué à la société en difficulté se trouve ainsi métamorphosé. Cette métamorphose met tout d'abord en exergue le système pro-débiteur français. Un système économique dans lequel le traitement des difficultés a pour objectif premier de favoriser la continuité de l'entreprise afin de sauvegarder l'emploi et de ne pas déstabiliser le système économique. En outre, elle met en exergue qu'au regard des enjeux, le cadre légal et réglementaire est insuffisamment balisé pour permettre une correcte application du droit des offres publiques aux sociétés en difficulté.

77. Propositions. Ainsi, pour surmonter les difficultés d'application du droit des offres aux sociétés en difficulté, il semble nécessaire de réformer soit le droit des offres, soit le droit des entreprises en difficulté lorsqu'il s'applique à des sociétés cotées. Ces réformes pourraient prendre plusieurs voies, plus ou moins pertinentes.

La première serait la consécration d'un principe correcteur de sauvetage des sociétés en difficulté¹³⁸. Elle est la voie la plus pertinente. Il s'agirait pour le régulateur de modifier l'article 231-3 de son règlement général et d'y consacrer le principe de sauvetage de la société en difficulté. Le terme sauvetage serait préféré à celui de sauvegarde, dans la mesure où ce dernier risquerait de porter à confusion avec la procédure de sauvegarde judiciaire. Or, le principe aurait

¹³⁸ V. en ce sens, H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse, n° 712 et s.

vocation à s'appliquer dès lors que l'entreprise rencontre des difficultés tant dans le cadre des procédures préventives (mandat ad hoc et conciliation) que collectives (sauvegarde judiciaire, sauvegarde judiciaire accélérée, redressement et liquidation judiciaires). Il pourrait également s'appliquer en amont de l'ouverture d'une procédure préventive ou collective dans une interprétation extensive. Ainsi, le terme devrait être le plus large possible afin de pouvoir englober toutes ces situations.

Une seconde voie serait de modifier le Chapitre X du Code de commerce « Des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation », en ajoutant une nouvelle section « Dispositions propres aux sociétés en difficulté ». Une alternative serait de modifier directement le Livre VI du Code de commerce. Dans ce cas, il s'agirait d'insérer un nouveau titre, intitulé « Des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation ». L'insertion d'un nouveau titre dans le Livre VI du Code de commerce serait l'option la plus pertinente. La création d'un nouveau titre en matière de droit des entreprises en difficulté réservé aux restructurations de sociétés cotées ferait symétrie avec la création du chapitre dédié au droit des sociétés pour les sociétés cotées par l'Ordonnance n°2020-1142 du 16 septembre 2020. Toutefois, inscrire ce nouveau régime du droit des entreprises en difficulté portant sur des titres cotés dans le Livre VI du Code de commerce bornerait son application aux procédures préventives et collectives. En somme, dans un cas comme dans l'autre, l'objectif de ces textes serait d'adapter le droit des offres et le droit des entreprises en difficulté en les soumettant à un régime autonome.

Une troisième voie serait de modifier l'ensemble du règlement général de l'AMF, article par article, afin de mieux tenir compte de la société en difficulté. Toutefois, cette option ne semble pas souhaitable en raison de la complexité inhérente à une telle modification.

78. Ouverture. Plus généralement, le droit des entreprises en difficulté est-il adapté aux sociétés cotées ; à rebours, le droit financier est-il adapté aux sociétés cotées ?

BIBLIOGRAPHIE

I. Ouvrages généraux, traités, précis, manuels

- A. Viandier, *OPA OPE et autres offres publiques*, 5e éd., Francis Lefebvre, 2014.
- F. Terré, Ph. Simler, Y. Lequette et F. Chénéde, *Droit civil les obligations*, 13e éd., 2022.
- F.-X. Lucas, *Manuel de droit de la faillite*, PUF, 2e édition, 2016.
- Mémento Société Commerciales 2021*, éd. Francis Lefebvre.
- Mémento Société Commerciales 2023*, éd. Francis Lefebvre.
- P. Quiry, Y. Le Fur, *Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise*, 2020.
- Th. Bonneau, L. Faugérolas, *Les offres publiques*, EFE, 1999, préf. J.-F. Lepetit.

II. Ouvrages spéciaux, monographies et thèses

- H. Nadjar, *Les principes du droit des offres publiques d'acquisition*, Thèse.

III. Articles, études, encyclopédies, notes

- A. Vialard, « L'offre publique de contrat » : *RTD civ.*, 1971, p. 750, spéc. n° 38.
- A. Viandier, « La réforme du droit des offres publiques », *RJDA* 1997, p. 499.
- D. Bompoin, V. Ramonéda, « L'arrêt Bourrelier : entre majoritaires distraits et minoritaires tenaces », *BJB*, janv. 2021, p. 39, spéc., n° 32.
- D. Martin, « Droit, offres publiques et restructurations », *REF*, 2018/1, n° 129, p. 55.
- D. Martin, B. Kanovitch, M. Epelbaum, « Public M&A – Offres publiques », *RTBF* 2014/4 p. 49.
- D. Schmidt, « OPA obligatoire : dérogations accordées au visa de l'article 234-9, 2°, du RGAMF sans que ce texte soit appliqué », *BJB*, jan. 2024, p. 43.
- F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, « Le prix dans les offres publiques », *in* Les offres publiques d'achat.
- H. Bourbouloux, C. Fort, « L'éviction des actionnaires d'une société en redressement judiciaire », *BJE*, juill. 2016, p. 287.

H. Le Nabasque, « La Cour d'appel de Paris valide la dérogation OPO dans l'affaire Orpéa », *BJS*, déc. 2023, p. 7.

Lucia, *Revue CMF*, novembre 1998, p. 121.

M.-C. De Nayer, « L'offre publique d'échange sur Eurotunnel : une offre singulière », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2007, prat. 4.

N. Morelli, O. Puech, « Droit boursier et entreprises en difficulté », *in* Les offres publiques d'achat.

O. de Bailliencourt, « dérogation Orpéa : quand l'intérêt des personnes âgées prime celui des actionnaires », *Dr. Soc.* Août-sept. 2023, comm. 103.

O. Douvreur, « Offres publiques : typologie et caractères », *in* Les offres publiques d'achat.

P.-H. Conac, « Franchissement de seuil », *Rép. Dalloz*, 2011, n° 194.

P.-Y. Chabert, A. Couret, « Les offres de prises de contrôle », *in* Les offres publiques d'achat.

Sociétés cotées en difficulté - Les sociétés cotées en difficulté - Table ronde, *Rev. proc. coll.* n° 1, janv. - févr. 2022.

S. Torck, « Offre publique obligatoire d'ICADE sur SILIC : quelques propos dissidents au sujet de l'arrêt de la Chambre commerciale du 25 novembre 2014 », *Dr. Soc.* n°3, Mars 2015, comm. 54.

S. Vermeille, « Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français », *JCP E* 2009. 1709.

IV. Rapports, observations

AMF, Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les OPA, 13 mai 2014, p. 1.

AMF, DOC-2006-06, Relative à l'expertise indépendante.

AMF, DOC-2006-15, Relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

AMF, Position-recommandation, Les cessions et acquisitions d'actifs, Doc n° 2015-05.

AMF, Rapport annuel 2008, Chapitre 3 : Les opérations financières et la qualité de l'information, p. 128.

AMF, Rapport annuel 2009, Chapitre 3 : Les opérations financières et la qualité de l'information, p. 144.

AMF, Rapport annuel 2012, Chapitre 4 : Les opérations financières et la qualité de l'information, p. 104.

AMF, Rapport annuel 2018, p. 47.

AMF, Rapport annuel 2023, p. 82.

ANSA, Comité juridique du 1er février 2012, doc. n° 12-017.

ANSA, Comité juridique du 1er février 2023, doc. n° 23-010.

COB, Rapport annuel 1989, p. 162.

V. Jurisprudences

Cour de cassation :

Cass. Com., 15 janv. 1991, n° 89-15.822.

Cass. Ass. Plén., 1er déc. 1995, n° 93-13.688.

Cass. Com., 25 nov. 2014, n° 13-21.715.

Cass. Com., 3 mai 2018, n° 15-26.273.

Juridictions du fond :

CA Paris, 17 juin 1999, Paribas et Société générale c. BNP. ; *Banque et Droit* nov.-déc. 1999, p.38, obs. Th. Bonneau ; *BJB*, sept.-oct. 1999, p.484, note N. Rontchevsky.

CA Paris, 3 avr. 2001, *JCP E*, 2001, 804, note A. Viandier.

CA Paris, 9 nov. 2023, n° 23/09429.

Collège de l'AMF et du CMF :

CMF, déc. 198C0160, 12 févr. 1998, *Sofco*.

CMF, déc. n° 200C0180, 3 févr. 2000, *Maxi Livres*.

CMF, déc. n° 202C0076, 15 janv. 2002, *Highwave Optical Technologies*.

CMF, déc. n° 202C0521, 6 mai 2002, *Perfect Technologies*.

CMF, déc. n° 203C0826, 2 juin 2003, *CGBI*.

AMF, déc. 204C1533, 15 déc. 2004, *Chemunex*.

AMF, déc. n°207C0622, 4 avr. 2007, *Eurotunnel*.

AMF, déc. n° 207C0440, 7 mars 2007, *Billon*.

AMF, déc. n° 208C05323, 19 mars 2008, *Tonna Electronique*.

AMF, déc. n° 208C2047, 14 nov. 2008, *Cybernetix*.

AMF, déc. n° 208C2236, 12 déc. 2008, *Cesar*.

AMF, déc. n° 209C0171, 3 fév. 2009, *Anovo*.

AMF, déc. n° 209C0559, 22 avr. 2009, *Gecimed*.

AMF, déc. n° 209C0595, 30 avr. 2009, *Groupe Ares*.

AMF, déc. n° 210C0240, 12 mars 2010, *Mecelec*.

AMF, déc. n° 213C1914, 10 déc. 2013, *Lafuma SA*.

AMF, déc. n° 214C0210, 7 févr. 2014, *Geci International*.

AMF, déc. n° 214C0932, 28 mai 2014, *Gascogne*.

AMF, déc. n° 216C2801, 14 déc. 2016, *Spir Communication*.

AMF, déc. n° 217C1044, 24 mai 2017, *Groupe Flo*.

AMF, déc. 217C1768, 28 juill. 2017, *Areva*.

AMF, déc. n° 220C1528, 14 mai 2020, *CNIM Group*.

AMF, déc. n° 222C1253, 25 mai 2022, *Pierre et Vacances*.

AMF, déc. n° 223C0792, 26 mai 2023, *Orpéa*.

AMF, déc. n° 223C2035, 12 déc. 2023, *Technicolor Creative Studios*.

AMF, déc. n° 224C0062, 10 janv. 2024, *Casino Guichard-Perrachon*.

AMF, déc. n° 224C0227, 8 févr. 2024, *Clariane SE*.

AMF, I. 07-0021, Document de base, 21 mars 2007, *Eurotunnel SA, Eurotunnel UK PLC*.

SBF :

SBF, Avis n° 94-141, 13 janv. 1994, *Bail Équipement*.

SBF, Avis n° 94-2559, 2 déc. 1994, *Banque Nationale de Paris-Guyane*.

SBF, Avis n° 94-38837, 29 déc. 1994, *Docks des Alcools*.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	6
PREMIÈRE PARTIE : LE DÉPÔT DE L'OFFRE	11
I. L'APPRÉCIATION OPPORTUNISTE DE L'OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE	11
A. <i>L'obligation de déposer une offre</i>	11
B. <i>La dérogation à l'obligation de déposer une offre</i>	13
C. <i>L'extension du champ de la dérogation en présence de classes de parties affectées</i>	19
1. La révolution du mécanisme d'application forcée interclasse	19
2. L'interprétation de l'article 234-9 2° à l'aune des classes de parties affectées	21
II. L'APPRÉCIATION OPPORTUNISTE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT	26
A. <i>Le dépôt d'une offre publique de retrait</i>	26
B. <i>La décision de conformité de l'offre publique de retrait</i>	27
C. <i>Le non-lieu au dépôt de l'offre publique de retrait</i>	29
SECONDE PARTIE : LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE	32
I. L'ASSOUPLISSEMENT DES RÈGLES DE CONTREPARTIE À L'OFFRE	32
A. <i>La règle du prix plancher en cas d'offre publique obligatoire</i>	32
B. <i>Le caractère déterminé ou déterminable de la contrepartie</i>	35
C. <i>L'obligation de recourir à une expertise indépendante</i>	38
II. L'ASSOUPLISSEMENT DES RÈGLES GARANTISSANT LA RÉALISATION DE L'OFFRE ..	40
A. <i>Les entorses au principe d'irrévocabilité de l'offre</i>	40
1. La renonciation légale à l'offre	40
2. La renonciation conventionnelle à l'offre	44
B. <i>La tolérance à l'égard de l'initiateur réfractaire à déposer son offre</i>	46
CONCLUSION	49