



UNIVERSITÉ
PANTHÉON-ASSAS
- PARIS II -

Année universitaire 2016 – 2017
ROBERT Sophie

La radiation de la cote

Mémoire rédigé sous la direction de Monsieur le Professeur Stéphane Torck



L'Université Panthéon-Assas (Paris II) Droit – Economie – Sciences Sociales n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Liste des principales abréviations

Agefi : *Agence économique et financière*

AMF : *Autorité des marchés financiers*

Bull. Joly Bourse : *Bulletin Joly Bourse*

Bull. Joly Sociétés : *Bulletin Joly Sociétés*

CGI : *Code général des impôts*

Code civ. : *Code civil*

Code com. : *Code de commerce*

Code mon. fin. : *Code monétaire et financier*

ESMA : *Autorité européenne des marchés financiers*

ETI : *Entreprise de taille intermédiaire*

Directive MAD : *Directive Abus de Marché*

Directive MIF : *Directive Marchés d'Instruments Financiers*

Directive MIF II : *Directive Marchés d'Instruments Financiers II*

Directive OPA : *Directive concernant les Offres Publiques d'Acquisition*

IPO : *Introduction en Bourse*

LBO : *Leveraged Buy-Out*

OPA : *Offre publique d'achat*

OPAS : *Offre publique d'achat simplifiée*

OPC : *Organisme de placement collectif*

OPE : *Offre publique d'échange*

OPR : *Offre publique de retrait*

PME : *Petite et moyenne entreprise*

PtoP : *Public-to-Private*

Règlement MAR : *Règlement Abus de Marché*

RG AMF : *Règlement général de l'Autorité des marchés financiers*

RTDF : *Revue Trimestrielle de Droit Financier*

SA : *Société anonyme*

SAS : *Société par actions simplifiée*

Plan du mémoire

INTRODUCTION	1
<u>TITRE I : LA VOIE IDEALE — MAIS ETROITE — DU RETRAIT OBLIGATOIRE</u>	17
<u>CHAPITRE PREMIER : L'AMENDEMENT DU SQUEEZE OUT A LA FRANCAISE</u>	17
<u>SECTION 1 : L'ABAISSMENT DU SEUIL DU SQUEEZE OUT</u>	17
<u>§1 — La solution idéale du seuil du <i>squeeze out</i> à 90 %</u>	17
A. La latitude permise par les textes européens	17
B. Les maigres difficultés persistantes	21
<u>§2 — L'atteinte portée au droit de propriété de l'actionnaire minoritaire</u>	24
A. L'intérêt justifiant l'expropriation	24
B. La proportionnalité de l'expropriation	29
<u>SECTION 2 : LA PLACE DES MINORITAIRES DANS LE RETRAIT OBLIGATOIRE</u>	33
<u>§1 — La protection des actionnaires minoritaires</u>	33
A. L'indemnité calculée par un expert indépendant	34
B. Le rôle exercé par l'Autorité des marchés financiers	38
<u>§2 — <i>Quid</i> d'un éventuel abus de la part de l'actionnaire</u>	41
A. Limiter le comportement abusif de certains actionnaires	42
B. Le droit processuel au service du marché financier	47
<u>SECTION 3 : LES MESURES COMPLEMENTAIRES ENVISAGEABLES</u>	50
<u>§1 — Réflexion sur l'intégration fiscale</u>	51
A. L'abaissement du seuil de l'intégration fiscale	51
B. La philosophie du régime	53
<u>§2 — Le blocage des mouvements de titres</u>	54
A. L'adaptation des mécanismes existants	54
B. L'opportunité d'une telle transposition	57
<u>CHAPITRE SECOND : LA MISE EN PLACE D'UN MECANISME SOCIETAIRE</u>	61
<u>SECTION 1 : S'INSPIRER DU SCHEME OF ARRANGEMENT DE DROIT ANGLAIS</u>	61
<u>§1 — Un dispositif rigoureux</u>	61
A. Étude d'ensemble	61
B. La place occupée par les actionnaires minoritaires	65
<u>§2 — L'application pratique du <i>Scheme of Arrangement</i></u>	67
A. Le <i>Scheme of Arrangement</i> préféré à une offre	67
B. Les faiblesses du mécanisme	69
<u>SECTION 2 : L'ATTEINTE AU POUVOIR DE GESTION DU DIRIGEANT</u>	71
<u>§1 — Le dirigeant — <i>en principe</i> — maître de la cotation et de la radiation</u>	71
A. Une décision relevant du pouvoir de gestion du dirigeant	71
B. Le dirigeant, tributaire des conséquences d'une gestion défailante	73
<u>§2 — La justification de l'atteinte au pouvoir de gestion</u>	75
A. Une atteinte en raison du bouleversement du contrat d'investissement provoqué	75
B. La proportionnalité d'une telle atteinte	77
<u>SECTION 3 : LA LEGITIMITE DU MECANISME</u>	81
<u>§1 — La nature sociétaire du mécanisme</u>	81
A. La nature du mécanisme du retrait	81
B. L'opportunité de la transposition d'un tel dispositif	83
<u>§2 — L'atteinte au principe de non-exclusion d'un actionnaire</u>	85
A. Le droit fondamental de rester actionnaire	85
B. La proportionnalité de l'atteinte	87

<u>TITRE II : LA — RARISSIME — RADIATION POUR FAIBLE LIQUIDITE</u>	89
<u>CHAPITRE PREMIER : LA LEGITIMITE DE L'ENTREPRISE DE MARCHÉ</u>	89
<u>SECTION 1 : LE STATUT DE L'ENTREPRISE DE MARCHÉ</u>	89
<u>§1 — Le fondement de la légitimité de l'entreprise de marché</u>	89
A. L'insuffisante légitimité politique	89
B. La légitimité économique	91
<u>§2 — L'ambiguïté du statut de l'entreprise de marché</u>	93
A. Une société commerciale de droit privé autocotée	93
B. Une entité contrôlée par les pouvoirs publics	96
<u>SECTION 2 : L'ACTIVITE DE L'ENTREPRISE DE MARCHÉ</u>	98
<u>§1 — Le rôle de l'entreprise de marché</u>	98
A. Les fonctions de l'entreprise de marché	98
B. Les obligations de l'entreprise de marché	99
<u>§2 — Le pouvoir de l'entreprise de marché</u>	100
A. Un pouvoir normatif	100
B. Un pouvoir autoritaire	103
<u>CHAPITRE SECOND : PERFECTIONNER LA RADIATION POUR FAIBLE LIQUIDITE</u>	107
<u>SECTION 1 : UNE PROCEDURE INITIALEMENT DELICATE</u>	107
<u>§1 — L'autonomie d'une mesure déséquilibrée</u>	107
A. Le déséquilibre au détriment des investisseurs	107
B. L'indépendance de l'entreprise de marché	109
<u>§2 — La protection de l'intérêt des investisseurs</u>	110
A. L'incertaine appréciation quantitative	111
B. L'appréciation qualitative par l'étonnant recours aux usages	114
<u>§3 — La délicate articulation des dispositions législatives et des règles de marché</u>	116
A. L'heureuse application extensive de la loi	117
B. Le champ d'application rigoureux des règles de marché	118
<u>SECTION 2 : LA MODIFICATION DES REGLES EURONEXT</u>	120
<u>§1 — Analyse critique des nouvelles règles de marché</u>	120
A. Les conditions d'éligibilité	120
B. La trace du passé boursier dans la société	123
<u>§2 — L'incertaine protection des actionnaires minoritaires</u>	125
A. Le prix proposé aux minoritaires	125
B. L'autonomie de l'entreprise de marché	129
<u>§3 — La difficile articulation avec le retrait obligatoire</u>	131
A. La primauté du retrait obligatoire	131
B. La modification des règles Euronext	133
<u>SECTION 3 : CONTOURNER LES DIFFICULTES LIEES A LA RADIATION</u>	135
<u>§1 — Améliorer la qualité de la cote pour éviter la radiation</u>	135
A. Le principe « une action, une voix » remis en question	136
B. Améliorer les moyens de défense anti-OPA	139
<u>§2 — La radiation résultant d'une fusion</u>	140
A. L'utilisation de la fusion bilatérale	140
B. L'instauration de la fusion triangulaire	146
CONCLUSION DU MEMOIRE	151
REMERCIEMENTS	153
BIBLIOGRAPHIE	155

INTRODUCTION

« De nombreuses sociétés (ou filiales de sociétés) cotées sont, depuis quelques années, en panne ! Panne d'investissements à long terme, panne de restructurations coûteuses, panne de marges de manœuvre pour des dirigeants qui se découragent, panne d'«amour» de la part du marché. Ce sont souvent des sociétés qui, dans le passé, ont été des vedettes admirées du marché par leur réussite, par leurs performances »¹. Ce désamour de la part du marché peut tout naturellement conduire à vouloir le quitter, lorsque le «rideau tombe sur un royaume boursier aussi désenchanté que désargenté »².

Radiall, Norbert Dentressangle, Euro Disney, Blue Solutions, CIC, Parmalat, Fimalac, CCA International, Alcatel-Lucent, Lafarge S.A, CFAO, Cegid, Gameloft, Iscool Entertainment, Ulric de Varens, Salvepar, Faiveley Transport, Areva, Etam, SFR Group ; chacune d'elles souhaite — ou a récemment voulu — sortir de la cote, et les fondements d'une telle décision peuvent être multiples. En 2016, seules neuf sociétés s'introduisaient sur le marché réglementé Euronext³, alors que dix-sept d'entre elles décidaient de se radier à l'issue d'une offre publique⁴. L'année précédente, quinze introductions sur Euronext pouvaient être recensées, contre quatorze sorties de cote, également à l'issue d'une offre publique⁵. Au regard de ces statistiques, il est possible de constater que le nombre de sociétés sortant de la cote est loin d'être négligeable, eu égard à celles souhaitant se coter. Il faut donc saisir l'enjeu de la question.

Mais alors, quelle est la dimension de cette difficulté ? En termes de périmètre d'abord, la problématique ne semble pas être seulement nationale, mais plutôt européenne. L'affaire *Parmalat – Lactalis* constitue un exemple italien relativement parlant, puisque la résistance d'actionnaires minoritaires empêche le groupe laitier français de retirer sa filiale de la Bourse italienne⁶. La presse anglo-saxonne mentionne l'affaire *Quintain Estates and Development* où le fonds *Elliott* prenait une participation à hauteur d'environ 13 % suite à l'annonce de l'offre⁷. En Allemagne, *Elliott* — de nouveau — s'octroyait un peu plus de 10 % du capital de *Kabel Deutschland Holding AG* suite à l'annonce de l'offre par *Vodafone*

¹ Sayer P., Senequier D., « Sortir de la Bourse pour mieux rebondir », *Les Echos*, le 29/06/2005

² « Au revoir Balthazar », *Les Echos*, le 19/06/2017

³ Dont Maison du Monde et Mediawam SPAC, qui ont respectivement levé 369 millions et 261 millions d'euros sur le marché

⁴ AMF, Rapport annuel de 2016, p. 9 (introductions) et p. 65 (retraits)

⁵ AMF, Rapport annuel de 2015, p. 67 (introductions) et p. 81 (retraits) ; retraits, auxquels il faut ajouter le retrait obligatoire *Lafarge* mis en œuvre en 2015 à la suite d'une OPE, mais ayant fait l'objet d'une décision de conformité

⁶ Pinaud O., « Lactalis n'a pas encore partie gagnée sur Parmalat », *L'Agefi*, le 10/03/2017

⁷ McClean P., « Poundland accepts increased £466m offer from Steinhoff », *Financial Times*, le 11/08/2016 ; « Lone Star relève son offre sur le britannique Quintain Estate », *L'Agefi*, le 28/09/2015

*Group*¹. En termes de coûts ensuite, *Radiall* affrontant ses actionnaires minoritaires depuis sept ans en est un bon exemple². D'abord parce que nous imaginons aisément le poids des différents frais d'un tel conflit. Ensuite, parce que les contraintes liées à la cotation engendrent des coûts non négligeables.

Enjeu. L'enjeu actuel est de rendre le marché plus attractif, et depuis longtemps est dressé le constat d'une perte d'intérêt pour la cotation en Bourse, nécessitant donc un renforcement de la qualité de la cote³. À ce titre, une récente étude⁴ illustre ce phénomène qui conduit les investisseurs à se tourner vers le non coté. Compte tenu du contexte politique et économique, la recherche d'un regain d'attractivité doit être poursuivie. D'une part, le Brexit pourrait avoir pour effet de rediriger certains opérateurs vers d'autres places financières, en ce compris la Bourse de Paris. Il semble d'ailleurs que l'élection du Président Macron pourrait participer de cela⁵ ; alors même qu'initialement Paris n'était pas la place la plus convoitée⁶, le Gouvernement met en place une « opération séduction » pour changer la donne⁷. D'autre part, la « dérégulation financière » annoncée par le Président Trump⁸ qui commence à voir le jour, pourrait inquiéter les investisseurs se tournant alors vers des marchés plus sécurisés. L'assouplissement, voire l'abolition des règles de régulation bancaire et financière, tels la *Volcker Rule*, les ratios de liquidité ou *stress tests*⁹, pourrait avoir pour effet de mettre à mal la confiance des investisseurs. Ensuite, car ces difficultés liées à la radiation peuvent avoir un effet dissuasif pour les sociétés souhaitant se coter. Classiquement, peuvent être mentionnées les mises en garde d'Yvon Gattaz¹⁰, notamment en raison des coûts liés à la cotation jugés dirimants par certaines PME cotées¹¹, alors même que le Gouvernement souhaite depuis quelques années faciliter l'accès des PME-ETI au marché financier¹². À ce titre, si les « small caps » ont actuellement la faveur des investisseurs¹³, il n'en demeure pas moins que le nombre d'introductions en Bourse des PME-ETI est en diminution¹⁴.

¹ Burgess K., « Poundland faces rough ride as Elliott brings 'bumptrading' into play », *Financial Times*, le 08/08/2016 ; Pinaud O., « L'irruption d'Elliott AM menace l'OPA de Vodafone sur Kabel Deutschland », *L'Agefi*, le 10/09/2013

² Trebaul A., « Radiall peine à sortir de la cote », *Option Finance*, le 09/05/2017

³ Motte M., Daniels N., « La cotation en Bourse perd de son attrait », *Le Figaro*, le 09/06/2001

⁴ « Perspectives de marché 2016 : enquête auprès des investisseurs institutionnels », Natixis Global Asset Management, mentionnée par « L'alternatif contre-attaque – Episode 3 : La force du private equity américain », *www.lagefi.fr*, le 10/07/2017

⁵ « Brexit : des banques ont déjà pris des licences pour Paris » *Les Echos*, le 28/06/2017, selon Christian Noyer ancien gouverneur de la Banque de France, « Il est évident qu'il est aujourd'hui plus facile de vendre la France grâce à Macron. Le contexte a changé »

⁶ Etude KPMG au Grand-Duché, mentionnée par Benoit G., « Paris déroule le « tapis bleu-blanc-rouge » pour les exilés du Brexit », *Les Echos*, le 10/07/2017

⁷ Benoit G., « Le Gouvernement en opération séduction pour la Place de Paris », *Les Echos*, le 12/07/2017

⁸ Borde A., « Donald Trump fait de la déréglementation sa priorité », « Les germes de la prochaine tempête financière », *Le Monde*, les 09-10/07/2017

⁹ Bouchaud B., « Les Etats-Unis lancent le chantier de la dérégulation financière », *L'Agefi*, le 14/06/2017

¹⁰ Gattaz Y., « ETI, n'entrez pas en bourse vous ne pourriez pas en sortir ! », *Lettre d'actualité ASMEP ETI*, n° 22, nov. 2010.

¹¹ Sénat, Marini P., Rapport n° 442, Session ordinaire de 2008-2009, p. 42

¹² Torck S., « Rapport Giami-Rameix sur le financement des PME-ETI par le marché financier : Nyse-Euronext dans le viseur ou comment l'arbre cache la forêt », *Droit des sociétés* n°4, Avril 2012, comm. 67

¹³ Fay P., « En Bourse, les "small caps" ont toujours la cote », *Les Echos*, les 13-14-15/07/2017

¹⁴ Rolland S., « La baisse du nombre de petites valeurs menace la vitalité du marché européen », *Les Echos*, les 13-14-15/07/2017

Enfin, il est essentiel que le dispositif de radiation soit efficace, pour la société bien entendu, mais aussi pour les actionnaires. Pèse alors sur ceux-ci la menace de rester coincés dans une société non cotée, dont ils pourraient difficilement sortir ; peut alors être identifié le message passé à certains qui seraient tentés de se comporter de manière opportuniste. Tel est le cas dans l'affaire *Cegid*, où pèse la menace que la société soit « découpée »¹ si les actionnaires ne coopèrent pas. En effet, « aucun investisseur long n'ignore que les fonds activistes réussissent à pousser à la roue de l'endettement et du M&A quand la météo boursière générale est favorable, avant de devenir passifs et muets — faute de capitaux à placer — quand les tempêtes de marché se déchaînent »². Cette constatation traduit de manière plus générale une tendance comportementale de certains acteurs du marché, et notamment des fonds de gestion alternative, aussi appelés *hedge funds*. Cette « mutation structurelle » du marché fait apparaître trois difficultés. En premier lieu, il est parfois difficile de distinguer ce type de comportement de celui d'un actionnaire engagé dont les modes d'intervention sont très variés. Ensuite, ces fonds adoptent une stratégie qui, certes peut favoriser des opérations d'offres publiques, mais qui aura principalement pour effet d'empêcher certaines opérations — nous verrons que l'affaire *XPO Logistics* en est une prompte illustration. Enfin, la pérennité de ces fonds est questionnable³, dans la mesure où leurs recommandations ne sont pas toujours suivies sur le marché français, ou du moins sont parfois difficiles à mettre en œuvre⁴. Nous reviendrons tout de même sur cette dernière affirmation, car il semble que ces fonds commencent à prendre des positions relativement confortables sur le marché⁵. Naturellement, est ici fait référence à *Elliott* qui s'illustre sur les devant de la scène, mais également à *TCI*⁶ qui a récemment défrayé la chronique dans l'affaire *Safran – Zodiac*⁷.

Fonction du marché. Avant d'examiner la problématique du retrait de la cote, il faut revenir sur la fonction du marché qui peut être étudiée à travers une distinction entre le marché primaire et le marché secondaire. Le marché primaire, appelé aussi « le marché du neuf » des titres financiers, est celui de l'émission, de la création. L'entreprise ne se finance qu'au travers du marché primaire⁸, dont la vocation est d'assurer l'équilibre entre les besoins et les excédents de financement. Le marché secondaire est quant à lui celui de « l'occasion », et concerne les transactions ultérieures puisque sont achetés et vendus des titres déjà créés sur le

¹ Pour reprendre les termes de Colette Neuville, De Roulhac B., « Il est urgent d'adapter la protection des minoritaires à l'évolution des pratiques d'acquisition », *L'Agefi*, le 25/06/2014

² « Recette du chef », *Les Echos*, 29/06/2017

³ Boi L., « Les activistes français, une espèce quasi inexistante », *Les Echos*, les 16-17-18/06/2017

⁴ Peltier F., « Les principes directeurs des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 485

⁵ Laskine R., « Les fonds ont l'Europe en ligne de mire », *Le Figaro Economie*, le 27/06/2017

⁶ Drif A., Boisseau L., « L'activiste TCI renforce la pression sur le patron de Safran », *Les Echos*, le 16/03/2017

⁷ Trevidic B., Boisseau L., « Zodiac imagine déjà un plan B en cas d'échec avec Safran », *Les Echos*, le 28/04/2017

⁸ Vernimmen P., Quiry P., Le Fur Y., *Finance d'entreprise*, Dalloz Gestion, 14^{ème} éd., 2015, pp. 7 à 9

marché primaire. Ce marché a trait à la liquidité de l'investisseur qui va pouvoir se dégager ou non de son investissement à tout moment. Il occupe alors une place fondamentale en ce qu'il assure l'évaluation des titres. Les deux marchés ne sont pour autant pas si indépendants l'un de l'autre, car c'est bien le marché secondaire qui détermine le prix d'émission des titres issus du marché primaire. Dans le cadre de cette étude, s'agissant des opérations du marché primaire, il faut s'interroger sur les raisons motivant un accès à la cotation, au regard desquelles il faut analyser les inconvénients de celle-ci.

Motifs d'accès la cotation. Tout d'abord, un émetteur pourrait souhaiter aller sur le marché afin de lever des fonds, de se financer. L'accès au marché apparaît alors comme une alternative à l'emprunt, car l'émetteur augmentera ses fonds propres sans dépendre d'un seul créancier ; qu'il soit bancaire ou financier. Tel est le cas de *Toshiba* qui pourrait introduire en Bourse *Landis + Gyr*, en quête de fonds pour financer les pertes de sa filiale nucléaire *Westinghouse*¹, qui compromet la bonne santé financière du japonais depuis quelques années. Ensuite, la cotation permettra à certains actionnaires de sortir plus facilement de la société, ce qui sera souvent le souhait de certains fonds d'investissement qui aident des *startups* à démarrer ; les actionnaires fondateurs n'auront généralement pas les ressources nécessaires pour racheter les titres de l'actionnaire sortant dont la participation sera difficile à valoriser. Enfin, la cotation permet à la société de développer sa notoriété. L'émetteur sera d'ailleurs attentif au marché sur lequel il va se coter, pour profiter pleinement de cet effet *marketing* permettant une meilleure visibilité, à l'image de *Collectis* qui vient tout juste d'introduire au Nasdaq l'une de ses activités². Cette exposition qui participe de la notoriété d'une société est pour autant ambivalente. Si d'un côté, elle permet à la société d'avoir accès à un marché plus important et à tous les avantages associés, il n'en demeure pas moins qu'elle se devra d'être irréprochable, tant le moindre écart pourra prendre des proportions démesurées.

Inconvénients liés à la cotation. Des inconvénients non négligeables sont à mentionner, parmi lesquels figurent les coûts liés à la cotation. Bien entendu, il y a les coûts directs, que sont les frais d'admission à la cotation, notamment liés à la certification des comptes, et l'ensemble des frais payés annuellement à l'entreprise de marché³. Mais il faudra également rémunérer les professionnels qui vont accompagner l'introduction en bourse ; les banques d'affaires, les avocats, les conseils et agences en communication, et cætera. Il faudra également que la société se mette en conformité avec la gouvernance exigée, notamment celle issue du Code Afep-Medef, et qu'elle se plie à des obligations de communication et de

¹ « Toshiba pourrait introduire en Bourse le suisse Landis + Gyr », *Les Echos*, le 04/07/2017

² Ducruet C., « Collectis introduit au Nasdaq son activité de modification des plantes », *Les Echos*, le 11/07/2017

³ Euronext et Euronext Growth, Brochure tarifaire 2017, date d'entrée en vigueur : 19 juin 2017

transparence. Le *Road show* ou la recherche d'investisseurs emportera également la mobilisation de fonds. Tout ceci est donc source de coûts non négligeables. Une récente étude publiée par *Les Échos* estime qu'au total, les coûts liés à la cotation représentent entre 5 % et 12 % des fonds levés¹.

La cotation présente également des risques pour la société ; commerciaux, financiers, mais aussi juridiques. Commerciaux, dans la mesure où la transparence va être tellement prégnante, que la société va devoir livrer de nombreux chiffres, donner de nombreuses informations sur son activité. C'est d'ailleurs l'une des raisons pour laquelle de grands groupes ne souhaitent pas se coter, comme *Ikea* par exemple. Risques juridiques aussi, tant pour la société que pour ses dirigeants, astreints à de lourdes obligations dont le non-respect entraînera des sanctions de la part du régulateur. Enfin, un risque financier pour l'entreprise, puisqu'une fois sur le marché, elle devient une sorte de marchandise, une sorte de proie, susceptible de faire l'objet d'une offre publique d'achat (OPA) hostile dont elle pourrait avoir du mal à se protéger en dépit des moyens de défense qui existent. Toutefois, une étude récente montre que les sociétés familiales, le plus souvent en recherche de protection contre ce risque financier, sont plutôt attirées par la Bourse² ; *Hermès* a d'ailleurs dressé tous les remparts pour se prémunir de ce risque.

Conditions d'accès à la cotation. Aussi, l'entreprise qui souhaiterait s'introduire en Bourse devra respecter certaines conditions, sur lesquelles il convient de revenir rapidement pour étudier en regard les conditions de la radiation. Peuvent être alors distinguées les conditions prévues par la loi, de celles édictées par les règles de marché. S'agissant des conditions fixées par la loi, celles-ci tiennent à l'émetteur des titres qui doit être autorisé à émettre des titres négociables³, et ensuite qu'il soit autorisé à les placer par voie d'offre au public⁴. De la combinaison de ces deux règles découle un principe d'interdiction pour les personnes morales, auquel la loi déroge. Les sociétés autorisées sont les sociétés par actions, la société à responsabilité limitée en vertu de l'article L.233-11 du Code de commerce qui peut émettre des obligations, les associations qui ont une activité économique depuis plus de deux ans⁵, ou encore certains groupements d'intérêt économique qui ont la possibilité d'émettre des titres de

¹ Desjardins C., « Combien coûte une IPO ? » *Les Echos*, les 13-14-15/07/2017

² Desjardins C., « Les entreprises familiales n'ont plus peur de la Bourse », *Les Echos*, les 13-14-15/07/2017

³ Art. L.211-2 Code mon. fin. : « Les titres financiers, qui comprennent les valeurs mobilières au sens du deuxième alinéa de l'article L. 228-1 du code de commerce, ne peuvent être émis que par l'Etat, une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier, un fonds professionnel de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation. »

⁴ Art. 1841 C. civ. : « Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public de titres financiers, d'émettre des titres négociables ou de procéder à une offre au public, au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, de parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis. »

⁵ Art. L.213-8 Code mon. fin.

créance¹. En outre, l'entité doit être dûment autorisée à faire une offre au public de titres financiers² ; il s'agit de l'État et des collectivités publiques démembrements de l'État, des organismes de placement collectif (OPC), de certaines associations exerçant une activité économique depuis plus de deux ans, des sociétés anonymes (SA), et des sociétés en commandite par actions.

À propos des conditions fixées par les règles de marché, celles-ci ne tiennent plus à l'émetteur, mais tiennent aux titres financiers que souhaite faire coter l'émetteur. Ces conditions dépendent de chaque marché et sont donc imposées par l'entreprise de marché³. Sont alors distinguées les conditions applicables à tous les titres financiers et les conditions spécifiques. Parmi les conditions communes, les titres doivent être librement négociables, ce qui ne sera pas le cas par exemple d'actions de préférence avec une clause d'inaliénabilité temporaire. Il faudra aussi que les titres soient émis collectivement et qu'ils confèrent des droits identiques ; les titres doivent être fongibles entre eux. Parmi les conditions spécifiques, il faut distinguer les titres de capital, de créance ou les titres composés. Concernant les titres de capital, il existe une condition de diffusion minimum des titres au moment de l'admission qui impose que l'émetteur accepte d'offrir au moins 25 % de ses titres au public afin qu'il y ait une liquidité suffisante. Sur Euronext, à la seule discrétion de l'entreprise de marché, un pourcentage plus faible au vu du nombre élevé de titres concernés et de leur répartition dans le public est possible. Un tel pourcentage réduit ne pourra toutefois être inférieur à 5 % du capital souscrit représenté par la catégorie de titres concernée et il devra représenter une valeur d'au moins cinq millions d'euros sur la base du prix de souscription. Par ailleurs, l'émetteur doit disposer pour les trois derniers exercices précédant la demande d'admission, de l'état financier annuel audité, c'est-à-dire certifié par des commissaires aux comptes⁴. Pour les titres de créance, l'entreprise de marché demande généralement un montant minimum d'émission qui, pour Euronext, est de cinq millions d'euros.⁵ Pour les titres composés enfin, ces titres ne peuvent être admis que si le titre sous-jacent est déjà admis aux négociations sur un marché équivalent⁶. Autrement dit, une obligation convertible en action ne peut être cotée sur Euronext que si l'action est elle-même cotée sur un marché réglementé. La procédure d'admission aux négociations en elle-même ne sera pas développée, dans la mesure où celle-ci n'est pas particulièrement pertinente dans le cadre de cette étude.

¹ Art. L.213-3 Code mon. fin.

² Art. L.411-1 Code mon. fin. ; sont donc exclus la société par actions simplifiée, la société à responsabilité limitée, le groupement européen d'intérêt économique

³ Art. L.421-1 Code mon. fin. : « L'admission d'instruments financiers et des actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 aux négociations sur un marché réglementé est décidée par l'entreprise de marché, conformément aux règles du marché concerné »

⁴ Art. 6702/1, Règles de marché d'Euronext, Livre I : règles harmonisées, date d'émission 27 février 2017, p. 63

⁵ Art. 6703/1, Règles de marché d'Euronext, Livre I : règles harmonisées, date d'émission 27 février 2017, p. 64

⁶ Art. 6606, Règles de marché d'Euronext, Livre I : règles harmonisées, date d'émission 27 février 2017, p. 63

Contraintes liées à la cotation. Par la suite, les contraintes liées à la cotation sont nombreuses. Il faut ici avoir égard aux obligations des émetteurs cotés, au premier chef desquelles figure l'obligation d'information dans toutes ses déclinaisons¹. Avant tout, la transparence du marché doit être le maître mot, tant la confiance est le gage de l'efficience de celui-ci. À titre d'exemple, la *Fédération de Russie* connaît une réglementation pour le moins lacunaire des délits d'initié, ayant pour effet d'amoindrir l'efficience du marché. En découle le fait que c'est la bonne information qui fera le prix de l'instrument, dont la valeur est fonction des événements affectant directement ou non la vie du titre. Enfin, les opérations, les produits en tout genre, peuvent être d'un niveau inédit de sophistication², d'une complexité telle, que leur compréhension en est rendue difficile. Trois textes, modifiés plusieurs fois depuis leur entrée en vigueur, ont trait à cette obligation d'information, parmi lesquels figurent la directive *Prospectus*³, la directive *Transparence*⁴, et la directive *Abus de marché*⁵ qui a été refondue dernièrement, et à laquelle se sont substitués le règlement⁶ (*MAR*) et la directive⁷ sur les *Abus de marché* (*MAD*). De ces textes découlent trois grands types d'information que l'émetteur doit au marché. La question sera étudiée rapidement, néanmoins il est important de percevoir les exigences en la matière qui tendent à s'accroître au gré de l'évolution des textes européens. Premièrement, l'information occasionnelle est celle qui est due par un émetteur afin de rétablir le déséquilibre ou l'asymétrie d'information ; elle est essentielle pour les opérations de marché. Quatre grandes opérations peuvent être recensées, parmi lesquelles figurent l'offre au public, le rachat d'actions, l'acquisition de titres de créance, et enfin l'offre publique d'achat. Ensuite, une information périodique, qui relève davantage de l'information que doit le mandataire au mandant, de sorte qu'elle est, sur le principe, également due par les émetteurs non cotés. Est alors exigée une information financière annuelle accompagnée d'un rapport semestriel, et une information extrafinancière relativement complète, portant notamment sur la gouvernance de la société et la responsabilité

¹ Sénat, Marini P., Rapport n° 442, Session ordinaire de 2008-2009, p. 41

² Ferguson N., *L'irrésistible ascension de l'argent, De Babylone à Wall Street*, éd., Perrin, coll., Tempus, 2011, p. 16

³ Directive 2003/71/CE du Parlement et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, révisée par la directive 2010/73/UE du 24 novembre 2010. Dernièrement, le Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, publié au JOUE le 30/06/2016, n° L 168/12.

⁴ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, révisée pour partie par la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013, publiée au JOUE le 06/11/2013, n° L 294/13.

⁵ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché publiée au JOUE le 12/04/2003, n° L 96/16.

⁶ Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, du 16 avril 2014 sur les abus de marché, et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, publié au JOUE le 12/06/2014, n° L 173/1.

⁷ Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, publiée au JOUE le 12/06/2014, n° L 173/179.

en matière sociale et environnementale. Enfin, l'information permanente est celle qui a trait à l'information privilégiée, à savoir l'information précise, sensible, c'est-à-dire celle qui est de nature à affecter le cours d'un instrument financier, et confidentielle. Le règlement *MAR*¹ revient sur cette information, à propos duquel des développements seront consacrés.

Par ailleurs, les sociétés cotées devront répondre d'un certain nombre d'exigences en matière de gouvernance, auxquelles ne sont pas soumises les sociétés non cotées. Sont alors mises en œuvre des règles de droit dur et de droit mou, notamment concernant les limitations de cumul de mandats, la parité dans les organes de direction et la question brûlante de la rémunération des dirigeants sociaux. Cette dernière fait l'objet d'une acuité particulière avec la loi du 9 décembre 2016 dite *loi Sapin II* qui rend obligatoire une double consultation des actionnaires quant à la rémunération des dirigeants exécutifs ; l'une *ex ante* sur la politique de rémunération, l'autre *ex post* sur la rémunération versée au titre de l'exercice passé².

Enfin, des règles particulières s'appliqueront en cas de modification structurelle de la société : notamment concernant les opérations portant sur le capital pour lesquelles les dispositions du Code monétaire et financier s'appliqueront en plus des dispositions propres au droit des sociétés, au changement de forme sociale, particulièrement s'agissant de la transformation d'une société anonyme en commandite par actions³, ou encore concernant la modification de la consistance de la société, notamment via la cession d'un actif stratégique⁴.

Intérêt pour Euronext. Cette cotation présente un intérêt certain pour Euronext. D'une part, cela permet d'assurer la liquidité du marché puisque le nombre de sociétés y est plus important. D'autre part, et cela est peut-être moins saisissable, mais les frais liés à la cotation ne sont pas négligeables pour l'entreprise de marché qui essaye naturellement de ne pas s'en priver⁵. Un travail qui a donné lieu à un rapport⁶, puis à une position-recommandation de l'Autorité des marchés financiers (AMF)⁷, a été mené afin de rendre cette cotation plus attractive ; la presse parle d'un bilan français⁸ assez positif, mais toujours en deçà de ses voisins européens⁹. À l'inverse, il convient donc de rendre la radiation plus simple, afin de rendre la cotation plus attractive.

¹ Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, du 16 avril 2014 sur les abus de marché, et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, publié au JOUE le 12/06/2014, n° L 173/1.

² Loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation économique, JORF n°0287 du 10 déc. 2016 ; Coupet C., « Loi Sapin II : consécration légale du say on pay », *Droit des sociétés*, n°2, Février 2017, comm. 23

³ Art. 236-5 RG AMF

⁴ Art. 236-6 RG AMF

⁵ Euronext et Euronext Growth, Brochure tarifaire 2017, date d'entrée en vigueur : 19 juin 2017

⁶ AMF, Rapport final du groupe de travail sur les introductions en Bourse, Groupe de travail présidé par M. Cohen et J.-P. Hellebuyck, 01/12/2014

⁷ AMF, position-recommandation, DOC n°2015-02, Les introductions en Bourse

⁸ AMF, Bilan de 2015 sur les nouvelles modalités d'introduction en Bourse, Mars 2016

⁹ Benoit G., « Le marché des introductions en Bourse redémarre partout dans le monde », *Les Echos*, le 24/07/2017

Motifs de la radiation. La décision de radiation peut répondre de plusieurs objectifs ; certains de gestion, d'autres stratégiques. Il serait difficile de présenter une liste exhaustive de toutes les raisons motivant une radiation, mais il convient de revenir sur les principaux facteurs.

Ce phénomène relativement populaire à l'étranger, peut parfois être désigné sous le nom de *Public-to-Private transactions (PtoP)*, qui consiste à « privatiser » une entreprise, c'est-à-dire à « racheter le capital d'une entreprise cotée avec la participation d'un investisseur financier et à l'aide d'une structure à effet de levier »¹. Tout d'abord, il est nécessaire de souligner une différence dans la structure même de l'actionnariat des sociétés implantées en « *Continental Europ* », de celles implantées aux États-Unis ou au Royaume-Uni² ; en effet, peut être constaté un actionnariat plus contrôlé en France, qu'aux USA ou au Royaume-Uni. De sorte qu'en France, la radiation n'aura la plupart du temps pas pour effet principal de substituer un actionnariat à un autre, dans la mesure où l'actionnariat préexistant — peut-être familial — restera aux commandes de la société, tandis que chez les anglo-saxons, une vraie substitution s'opèrera des actionnaires publics aux privés.

En premier lieu, le sujet peut être envisagé sous l'angle du *private equity*. Peut être imaginé le cas d'un fonds qui pourrait avoir pour projet de racheter une société, la sortir de la cote et la restructurer tout en se passant des obligations liées à la cotation, pour ensuite la revendre et en tirer une plus-value profitable. Ces *PtoP transactions* représentent une part non négligeable de l'activité des fonds de *private equity* anglophones, tandis qu'elles ne représentent qu'une maigre part des celle des fonds européens — au sens de « *Continental Europ* ». C'est l'arrivée plus tardive de cette pratique en France qui justifie probablement le décalage observé avec les anglo-saxons.

Sortir de bourse peut aussi être la conséquence du fait que les contraintes liées à la cotation deviennent plus importantes au regard des bénéfices retirés. Des contraintes structurelles liées au marché en lui-même peuvent se présenter. Tel serait le cas d'une société cotée sur un marché alors qu'il connaît une bulle³. La société, bien que profitant temporairement de ce contexte, serait finalement mieux en dehors de la cote ; les bulles finissent toujours par éclater⁴. Aussi, il se peut que la Bourse n'offre plus la liquidité suffisante aux actionnaires, et sont principalement visées ici les sociétés de petite taille. Cela se traduit d'une part par une fréquence de cotation parfois irrégulière, et d'autre part, par un

¹ Association Française des Investisseurs en Capital, Arthur D. Little, Communiqué de presse, « Le PtoP a-t-il un avenir en France ? », 21 sept. 2004

² Geranio M., Zanotti G., « Equity Markets Do Not fit All : an Analysis of Public-to-Private Deals in Continental Europe », *Blackwell Publishing Ltd*, 2010

³ Geranio M., Zanotti G., « Equity Markets Do Not fit All : an Analysis of Public-to-Private Deals in Continental Europe », *Blackwell Publishing Ltd*, 2010

⁴ Ferguson N., « La vie des bulles », *L'irrésistible ascension de l'argent, De Babylone à Wall Street*, éd., Perrin, coll., Tempus, 2011, p. 120

faible taux de rotation des titres, c'est-à-dire par un faible ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres inscrits au cours d'une année¹. Selon Monsieur le Professeur Vernimmen, un marché est liquide s'il est possible d'acquérir ou de céder sur le marché un nombre important d'actions sans influencer sur le cours de Bourse. Il en déduit alors qu'un cours de Bourse n'est pertinent que si le titre est suffisamment liquide². À cet égard, nous comprenons que le seuil du retrait obligatoire soit si élevé, au-dessus duquel la société n'aurait plus d'intérêt à être cotée. Dès lors il est permis de s'interroger sur l'intérêt pour une société comme *Hermès*, société en commandite par actions, d'être cotée, alors que le titre est peu liquide, tant l'actionnariat familial est important.

Naturellement, ce manque de liquidité pourrait également avoir pour effet que le titre soit sous-évalué. À titre d'exemple, *XPO Logistics* décidait de se coter sur le second marché londonien en 2013³, d'une part afin d'élargir sa base d'investisseurs, et d'autre part pour faciliter l'accès aux actions des intermédiaires financiers et des investisseurs basés à Londres. Mais sont également prises en compte les facilités liées au processus de radiation, et surtout la meilleure évaluation du titre résultant du travail effectué par les analystes londoniens, ce qui permit à *XPO* d'intégrer plus facilement le marché américain qu'il rejoignit en 2014⁴. Cette sous-évaluation est, quoi qu'il en soit, diamétralement opposée avec l'essence même de la cotation. D'une part, cela peut avoir un effet dissuasif pour les investisseurs qui ne seront pas intéressés par le titre, et qui, pour les investisseurs institutionnels au moins, ont une certaine exigence de liquidité afin de pouvoir revendre leur participation sans trop de difficultés. D'autre part, une sous-évaluation pourrait avoir pour effet de revoir à la baisse, voire d'avoir un impact particulièrement négatif sur les performances à venir de la société, et donc sur le *cash* revenant aux actionnaires *in fine*. Un économiste suggère que le coût du capital et la valeur d'une entreprise sont, en partie, déterminés par la liquidité qui dépend de la façon dont les transactions boursières sont organisées⁵. À ce titre, il est quand même possible de mettre en lumière l'industrie des fonds de *private equity* spécialisés dans le capital retournement, ayant pour objectif de faire *in fine* une plus-value profitable. Il faut d'ailleurs avoir égard aux propos de Maître Jean-Dominique Daudier de Cassini qui souligne la différence de maturité du marché français du retournement par rapport à ses voisins anglo-saxons⁶.

¹ AMF, *Revue mensuelle*, n°28, sept 2006, p. 13

² Vernimmen P., Quiry P., Le Fur Y., *Finance d'entreprise*, Dalloz Gestion, 14^{ème} éd., 2015, p. 283

³ Fay P., « Norbert Dentressangle va traverser le "Channel" boursier », *Les Echos*, le 01/07/2013

⁴ Jacquin J.-B., « Le transporteur Norbert Dentressangle franchit l'Atlantique », *Le Monde*, le 30/08/2014

⁵ Foucault T., « Liquidité, coût du capital et organisation de la négociation des valeurs mobilières », *Revue d'économie financière*, n°82 – Le devenir des bourses de valeurs, 2006, pp. 123-138

⁶ Drif A., « Jean-Dominique Daudier de Cassini : "L'offensive des fonds anglo-saxons change la donne en France" », *Les Echos*, le 28/06/2017

Par ailleurs, il se peut que la société n'ait plus besoin du marché pour se financer. Sont alors visées les sociétés où les actionnaires de contrôle peuvent pourvoir seuls à ses éventuels besoins de capitaux propres¹. Aussi, le gain espéré par la cotation peut ne pas être aussi important que prévu, de sorte que le retrait de Bourse répond du besoin de corriger les résultats décevants de la cotation². L'affaire *Blue Solutions* en est une illustration³. Souhaitant dans un premier temps « se confronter aux financiers » en plaçant une part minoritaire du capital de *Blue Solutions* en Bourse, Vincent Bolloré décide de faire machine arrière. Il fera alors son opération en deux temps ; d'abord en rachetant les titres des minoritaires avec une prime substantielle par rapport au cours actuel, qui reste tout de même au-dessus du cours d'introduction en 2013, ensuite une seconde possibilité de sortie sera faite aux minoritaires après la publication des comptes 2019, aux mêmes conditions. Il ne mettra donc pas en œuvre le retrait obligatoire, et les conditions financières proposées laissent à penser que l'opération ne sera pas si délicate que celles précédemment mentionnées, d'autant plus qu'elle présente un intérêt financier pour le groupe. En effet suite à cette annonce le cours de Bourse jusqu'alors en chute, s'est aligné sur le prix proposé, ce qui ne contraindra pas le groupe à passer une provision⁴.

En termes de gestion, la fiscalité peut conduire à vouloir sortir de la cote⁵. D'abord, le retrait peut être dû à la volonté de rejoindre un schéma d'intégration fiscale dont le seuil est fixé à 95 % des droits de vote et du capital⁶. En conséquence, et via des structures de type *Leveraged Buy-Out (LBO)*, la déductibilité des charges financières associée au schéma d'intégration fiscale aurait pour effet d'augmenter l'effet de levier très prisé par certains fonds. À ce titre, Maître Frédéric Peltier note une évolution de la pratique des offres publiques via l'émergence des *LBO* qui selon lui, se sont développés dans un contexte facilité par la bulle de crédit qui a prévalu jusqu'à l'été 2007⁷, avant de s'amoinrir quelque peu. Ce constat peut toutefois être nuancé dans la mesure où est actuellement notée « une euphorie régnant sur le monde du *LBO* »⁸. Et par ailleurs, ce type de structure n'est pas exempt de risques ; l'affaire *Fraikin* en est une prompte illustration, puisque ladite société voit alors la majorité de son capital détenue par le fonds vautour *Värde* suite à la conversion de 60 % des créances en actions⁹.

¹ Vernimmen P., Quiry P., Le Fur Y., *Finance d'entreprise*, Dalloz Gestion, 14^{ème} éd., 2015, p. 941

² Meier O., Sannajust A., « Retrait de cotation : méfiez-vous des biais », *Harvard Business Review*, juin-juillet 2017

³ Amiot M., « Blue Solutions offre une porte de sortie à ses minoritaires », *Les Echos*, le 24/03/2017

⁴ Egloff E., « Bolloré prend acte des difficultés de son activité de batterie », *Le Figaro*, le 25/03/2017

⁵ Renneboog L., « Leveraged Buyouts and Public-to-Private Transactions », *The Oxford Handbooks of Private Equity*, March 2012

⁶ Art. 223 A du CGI

⁷ Peltier F., « Les principes directeurs des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 485

⁸ « Dans l'attente du prochain choc économique », *Le Monde*, les 09-10/07/2017

⁹ Chaperon I., « Un fonds vautour américain lorgne Fraikin », *Le Monde*, le 06/07/2017

Ensuite, des raisons structurelles de droit des sociétés peuvent justifier une radiation. La réorganisation d'un groupe peut motiver un retrait, et cela peut notamment passer par une simplification structurelle suite à de nombreuses opérations de croissance externe, ou encore d'un groupe composé de holdings en cascade. Une étude publiée par l'Autorité des marchés financiers¹ mit en lumière qu'après une vague sans précédent d'opérations de rapprochement au début des années 2000, un net ralentissement de ce type d'opérations fut constaté. D'une part, dans le secteur financier, ces opérations aboutissaient à la constitution de conglomérats importants, dont la réorganisation passait par la radiation de certaines filiales. D'autre part, il semblerait que les groupes souhaitent aujourd'hui une organisation plus lisible et plus simple. Et à ce titre, la réorganisation du *Groupe Familial Arnault* en constitue une illustration récente. En effet, si l'opération en question aura pour effet de réunir les maisons *Dior Couture* et *Dior Parfum*, elle aura aussi pour conséquence la disparition de deux niveaux de cotation ; nouvelle bien accueillie par les marchés². Tel est aussi le cas de *CFAO* qui quitte la bourse car cela « n'a plus de sens », pour ensuite « simplifier les processus de décision opérationnelle »³. La volonté de transformer une société peut aussi conduire à une radiation, et tel est le cas de *Cegid*, dont le conseil d'administration étudie à la fois la transformation en société européenne et le transfert du siège social aux Pays-Bas⁴, qui à la suite d'une offre publique d'acquisition, fera l'objet d'un retrait obligatoire⁵.

Enfin, il y a le cas de radiation du fait d'un changement de marché⁶. D'une part, il y a les transferts de marché, et d'autre part, il y a les sociétés multicotées. S'agissant des transferts de marché, il peut s'agir du transfert d'une société cotée sur un marché réglementé vers un marché non réglementé ; principalement le transfert du marché Euronext vers Alternext, pour lequel le retrait obligatoire a été étendu, ce qui pour certains, contribuait à la banalisation d'Alternext⁷ désormais dénommé *Euronext Growth*. L'entreprise de marché cherche en ce moment à faciliter le passage d'un marché à l'autre, et à inciter les entreprises à en tirer profit au gré de leur évolution⁸. D'autre part, il y a également le cas de la multicotation, qui désigne la cotation d'un même titre sur plusieurs marchés relevant par hypothèse d'États différents⁹. Cette multicotation, facilitée depuis 1995 au sein de l'Union

¹ AMF, Département des Etudes, Cazenave, T., Demartini A., *Lettre Economique et Financière, Une analyse des radiations volontaires de la cote à Paris*, Été 2006

² Chapuis D., « La famille Arnault réorganise la structure du géant du luxe LVMH », *Les Echos*, le 26/04/2017

³ Cosnard D., « CFAO quitte de nouveau la Bourse », *Le Monde*, le 03/01/2017

⁴ « CEGID : Claudius France lance une nouvelle OPA », www.optionfinance.fr, le 19/05/2017

⁵ AFP, Le Figaro.fr, « Cegid : nouvelle OPA de Claudius France », *Le Figaro*, le 19/05/2017

⁶ Pietrancosta A., « "Going private transactions" in France », *Colloque, RTDF N°4 – 2013/N°1 – 2014*

⁷ Pietrancosta A., Bompont D., « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *Colloque, RTDF N°2 – 2010*

⁸ Daigre J.-J., « Euronext fait un lifting... », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2017, n°04, p. 249

⁹ Drummond F., Bonneau T., *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^{ème} éd., 2010, §1281

européenne, permet à l'émetteur d'avoir accès à des marchés autres que son marché d'origine. Il peut ainsi avoir accès à un plus large champ de financement, mais ce choix répond aussi de facilités pratiques pour les investisseurs, notamment en termes de proximité. Quelques travaux d'économistes montrent également que la multicotation peut être un moyen pour une entreprise de rendre ses titres plus liquides et de réduire ainsi son coût du capital ; si la multicotation peut avoir des effets ambigus, il n'en demeure pas moins que celle-ci s'accompagne d'une amélioration de la liquidité des actions, intensifiant ainsi la concurrence entre marchés¹. Pour autant, si cette multicotation fut prisée jusqu'à la fin des années 1980, soit pour asseoir une stratégie de développement en renforçant la notoriété des sociétés, soit pour compenser leur présence sur des marchés locaux moins matures², l'attractivité de celle-ci fut ensuite remise en cause en raison d'un bilan coûts-avantages peu satisfaisant, notamment du fait des contraintes de gestion liées aux diverses législations. À ce titre, un auteur remarque qu'« en raison de l'interconnexion des places financières entre elles, il devient de moins en moins intéressant pour les sociétés de s'inscrire sur plusieurs places boursières à la fois... on assiste à un vaste mouvement de recentrage des émetteurs sur leur place d'origine »³. Les places boursières, à l'image du Nasdaq⁴, s'emparaient donc du problème, ce qui illustre la tendance plus générale de la volonté de rendre la cotation plus attractive. Et par ailleurs, se développaient des accords entre les places financières, qui offrent des « accès croisés », permettant de s'affranchir des contraintes juridiques, et de profiter ainsi de la liquidité dudit marché⁵.

Domaine. Le champ de cette étude sera délimité à la radiation de la cote. De sorte que ne seront pas étudiés le cas d'une société faisant l'objet d'une procédure de liquidation judiciaire ou bien les différents cas d'offres publiques de retrait ; parmi lesquels figurent, notamment, la transformation d'une société anonyme en commandite par actions ou les modifications substantielles économiques et financières.

Seront exclusivement étudiés, la radiation pour faible liquidité, qui a connu quelques évolutions au gré de l'interminable affaire *Radiall*, et le dispositif du retrait obligatoire aussi appelé *squeeze out*, notamment illustré par l'affaire *XPO Logistics*.

¹ Foucault T., « Liquidité, coût du capital et organisation de la négociation des valeurs mobilières », *Revue d'économie financière*, n°82 – Le devenir des bourses de valeurs, 2006, pp. 123-138

² Fradin C., « La multicotation en perte de vitesse » *Les Echos*, le 08/12/2003

³ De Vauplane H., obs. *Banque et Droit*, n°50, nov.-déc. 1996, p. 30

⁴ « Le Nasdaq veut relancer la multicotation », *Les Echos*, le 13/01/2004

⁵ Couret A., Le Nabasque H., Coquelet M.-L., Granier T., Poracchia D., Raynouard A., Reygrobellet A., Robine D., *Droit financier*, Dalloz, 2^{ème} éd., 2012, p. 1222, §1620

Affaire XPO Logistics. Après son rachat en avril 2015 par l'américain *XPO Logistics*, *Norbert Dentressangle*, fleuron lyonnais du transport et de la logistique, a connu de nombreux changements, notamment sa dénomination sociale et la composition de son conseil de surveillance¹. Le célèbre fonds activiste, *Elliott*, s'invita alors au capital du transporteur, faisant part de nombreuses dissidences. *XPO* reproche alors au fonds d'avoir pris une participation avoisinant les 10 % du capital uniquement pour empêcher le retrait obligatoire et négocier ainsi un prix plus élevé pour sa participation. *Elliott*, par ailleurs soutenu par *Proxinvest*, prétend quant à lui défendre les intérêts des actionnaires minoritaires, et s'oppose à la plupart des désignations et projets à venir de la direction². Pour autant, deux ans après la première acquisition, suivie par celle de l'américain *Con-way* en octobre 2015, *XPO* est aujourd'hui en bonne santé financière et connaît une croissance très solide³. De cette affaire, pourront être tirés des enseignements quant au comportement opportuniste de certains fonds qui s'opposent à des opérations de retrait, ou dont le comportement entraîne une radiation de la cote ; à l'image de *Muddy Waters* exhibant ses « trophées » parmi lesquels figure le nombre d'entreprises radiées de la cote suite à son travail d'enquête⁴. Mais aussi à *Elliott* qui réussit généralement à revendre ses positions bloquantes à un prix supérieur au prix initial⁵, et qui faute d'y parvenir dans l'affaire *XPO*, accuse ce dernier de vouloir vider l'entreprise de sa substance et d'en absorber les ressources. Tandis que les dirigeants prétendaient réaliser des synergies entre les sociétés, ils invoquent un « bénéfice illicite » convoité par ledit fonds, désignant ainsi des comportements qui visent à « monnayer » le seuil de 95 %⁶.

Est alors en cause le retrait obligatoire, qui peut être mis en œuvre par l'actionnaire majoritaire, si à l'issue d'une offre publique les titres non apportés à l'offre représentent moins de 5 % du capital ou des droits de vote. Ainsi les actions ne seront plus cotées en bourse et les titres des actionnaires minoritaires sont alors cédés de plein droit à l'actionnaire majoritaire, moyennant une « indemnisation »⁷. Celui-ci est régi par les articles 237-1 à 13 du règlement général de l'AMF (RG AMF) lorsqu'il a lieu à l'issue d'une offre publique de retrait, et par les articles 237-14 à 19, à l'issue de toute autre offre publique, pris en application de l'article L.433-4 du Code monétaire et financier.

¹ « Norbert Dentressangle est devenu officiellement XPO Logistics Europe », *Les Echos*, le 19/11/2015

² De Roulhac B., « Elliott compte bien animer l'assemblée générale de Norbert Dentressangle », *L'Agefi quotidien*, le 18/11/2015

³ Huijgen A., « XPO Logistics capitalise sur Norbert Dentressangle », *le Figaro*, le 24/04/2017

⁴ Couet I., « Quand Muddy Waters prévient le monde entier avant une attaque en Bourse », *Les Echos*, le 07/06/2017

⁵ Jacquin J.-B., « Le rachat de Dentressangle par XPO bloqué », *Le Monde*, le 20/07/2015

⁶ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 473

⁷ Le terme « indemnisation » ne fait pas référence à la réparation d'un préjudice, mais correspond « strictement à l'évaluation des titres dont le transfert est ordonné », Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 494

Affaire Radiall. Par ailleurs, c'est l'affaire *Radiall*, entreprise de la famille Gattaz, qui après un « long chemin de croix »¹ réussit enfin à sortir de bourse. En effet, depuis 2010, la société ne trouve plus d'intérêt à être cotée et souhaite par ailleurs rejoindre un schéma d'intégration fiscale. Toutefois, une partie du capital restait alors entre les mains de la société *Orfim* et de *La Financière de l'Échiquier*, empêchant alors la sortie de la cote. Dans un premier temps, le retrait obligatoire a été envisagé. Faute d'avoir fonctionné, c'est la radiation pour faible liquidité, dont les règles ont évolué au gré dudit contentieux, qui va finalement permettre à *Radiall* de sortir de la cote. Désormais, cette procédure de radiation intervient, toutes autres conditions par ailleurs réunies, à l'initiative d'un émetteur à l'issue d'une offre publique simplifiée *liée à la radiation*, pour autant qu'il détienne au moins 90 % des droits de vote associés aux titres de capital et qu'il justifie de la faible liquidité du titre. Cette faible liquidité suppose qu'il démontre que sur les douze derniers mois précédant la demande de radiation, le montant total négocié sur les titres représente moins de 0,5 % de la capitalisation boursière de ladite société².

Ces deux affaires conduiront, sans pour autant faire de sociologie juridique, à s'interroger sur les comportements opportunistes de certains protagonistes du marché, car « en voulant protéger les petits actionnaires, on ne fait en réalité qu'encourager ceux qui sont à la recherche de profits rapides et... parfois douteux »³. Mais surtout, ces affaires nous guideront dans l'étude des différents cas de radiation pour lesquels nous tenterons modestement de proposer des solutions visant à améliorer le processus.

De sorte que, au vu des difficultés que présente le dispositif de radiation, il est légitime d'étudier dans quelle mesure ces insuffisances pourraient-elles être corrigées ? Au cas par cas, sera tout d'abord examinée la voie idéale — *mais étroite* — du retrait obligatoire (Titre I), pour ensuite se focaliser sur la — *rarissime* — radiation pour faible liquidité (Titre II).

¹ Boisseau L., « Le bras de fer entre Radiall et ses minoritaires arrive à son terme », *Les Echos*, le 31/01/2017

² Art. P 1.4.2 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français

³ Sayer P., Senequier D., « Sortir de la Bourse pour mieux rebondir », *Les Echos*, le 29/06/2005

Titre I : La voie idéale — mais étroite — du retrait obligatoire

En étudiant le mécanisme du retrait obligatoire, seront envisagées les différentes mesures susceptibles d'améliorer le dispositif (Chapitre Premier), pour ensuite étudier la mise en place d'un mécanisme sociétaire à l'image du droit anglais (Chapitre Second).

Chapitre Premier : L'amendement du *squeeze out* à la française

L'abaissement du seuil du *squeeze out* sera proposé (Section 1), tout en gardant à l'esprit que cela pourrait avoir pour effet de porter atteinte aux droits des actionnaires minoritaires (Section 2). Enfin, seront étudiées deux mesures complémentaires (Section 3), accompagnant ainsi les modifications envisagées.

Section 1 : L'abaissement du seuil du *squeeze out*

Afin de perfectionner le dispositif du retrait obligatoire, la solution idéale serait celle de l'abaissement du seuil du *squeeze out* (§1). Il faudra bien entendu s'arrêter sur la justification d'une telle expropriation (§2).

§1 — La solution idéale du seuil du *squeeze out* à 90 %

Cette solution de l'abaissement du seuil du *squeeze out* serait conforme à la lettre des textes européens (A), même si quelques maigres difficultés persistantes seraient à noter (B).

A. La latitude permise par les textes européens

La directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (OPA), dite directive *OPA*, énonce dans son article 15,2) sur le retrait obligatoire : « 2. *Les États membres veillent à ce qu'un offrant puisse exiger de tous les détenteurs des titres restants qu'ils lui vendent ces titres pour un juste prix. Les États membres introduisent ce droit dans un des deux cas suivants : a) lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote et 90 % des droits de vote de la société visée, ou b) lorsque, à la suite de l'acceptation de l'offre, il a acquis ou s'est fermement engagé par contrat à acquérir des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote de la société visée et 90 % des droits de vote faisant l'objet de l'offre.*

Dans le cas visé au point a), les États membres peuvent fixer un seuil plus élevé pour autant toutefois qu'il ne dépasse pas 95 % du capital assorti de droits de vote et 95 % des droits de vote. ».

À la lecture de cet article, le constat peut être dressé que la France ne fait pas application de la marge de manœuvre qui est la sienne en fixant le seuil du *squeeze out* à 95 % du capital ou des droits de vote¹. L'origine de ce choix date de la loi du 31 décembre 1993² qui introduit la procédure de retrait obligatoire. En effet, l'article 16 de la loi du 31 décembre 1993, ainsi que l'arrêté du 9 juin 1994 pris en son application, ont introduit en droit français le retrait obligatoire, qui permet alors à un ou plusieurs actionnaires agissant de concert de devenir propriétaires des titres détenus par certains actionnaires minoritaires à l'issue d'une offre publique de retrait³.

La transposition en France de la directive *OPA* du 21 avril 2004, par la loi du 31 mars 2006, a eu pour effet d'étendre formellement le retrait obligatoire sur les titres donnant ou pouvant donner accès au capital, de sorte que l'article 5 de la loi du 31 mars 2006 introduisait un IV à l'article L.433-4 du Code monétaire et financier. Cette loi, par l'insertion d'un III dans ledit article, avait également pour effet de rendre possible un retrait obligatoire directement à l'issue de toute offre publique, qui jusqu'alors nécessitait une offre publique de retrait au préalable. Pour autant, la France maintenait son seuil de 5 % du capital ou des droits de vote, au-dessus duquel un retrait obligatoire ne pouvait intervenir⁴. Il semblerait donc qu'un abaissement du seuil du *squeeze out* serait une solution conforme à l'esprit des textes.

Pratique. D'un point de vue pratique, à supposer que ledit seuil soit abaissé, la plupart des litiges actuels seraient résolus. Est notamment fait référence ici au contentieux *XPO*, dans lequel *Elliott* détient une participation de l'ordre de 9 %⁵, empêchant ainsi le retrait de la cote. L'affaire *Camaïeu*, au début des années 2000, marqua également les esprits. Revenons sur les faits rapidement. Le fonds de *LBO AXA Private Equity* avait acquis une participation dans la société *Camaïeu*, et entendait ainsi mettre en œuvre une offre publique de retrait sur la part du capital qu'il ne détenait pas. Suite à l'annonce de cette offre, le prix est jugé trop bas, et des fonds spéculatifs entrèrent au capital, faisant ainsi échec à l'offre. Le *hedge fund*, *Sandell Asset Management*, juste avant la clôture de l'offre, annonça détenir un peu plus de 10 % du capital, et entra en négociation avec *AXA*, qui lui acquit son bloc de titres, et entendait lancer une nouvelle offre pour acquérir la fraction manquante du capital et mettre en œuvre le retrait obligatoire. Le fonds *Boussard et Gavaudan Asset Management LP*, prit alors une participation à hauteur de 5 % du capital, bloquant ainsi le retrait obligatoire. Finalement,

¹ Art. L.433-4, II et III Code mon. fin. – art. 237-1 et 237-14 RG AMF.

² Loi n°93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit, et aux marchés financiers

³ Forschbach T., « La procédure de retrait obligatoire », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°43, 27 oct. 1994, 395

⁴ AMF, Conférence de presse, « Les OPA : un nouveau cadre réglementaire », 10 oct. 2006

⁵ « Elliott s'oppose toujours à XPO Logistics », *L'Agefi*, le 10/06/2016

AXA Private Equity décidait de céder sa participation dans *Camaïeu* au fonds *Cinven* en mars 2007, échouant à sortir *Camaïeu* de la cote et ainsi mettre en place l'opération de *LBO* envisagée¹. *Cinven* négocia finalement avec les *hedge funds*, et réussit à sortir *Camaïeu* de la cote en 2011, six ans après le début des hostilités².

Ces deux exemples permettent de constater qu'un seuil fixé à 90 % conformément à la lettre des textes européens aurait permis de mettre fin aux litiges plus rapidement. Ces affaires mettent aussi en lumière le « rôle actif de catalyse », que peuvent jouer les *hedge funds* cherchant souvent à bloquer certaines opérations plutôt qu'à les favoriser³.

En réaction à ces comportements qui peuvent être qualifiés d'*opportunistes*, la pratique tente de trouver des parades. Tel fut le cas de l'opération *Pages Jaunes* en 2007, où suite à l'échec de la mise en œuvre du retrait obligatoire, ont été mis en place « des montages avec des distributions de dividendes importantes, financées par de la dette au niveau de la cible, permettant de financer une partie de la dette de la holding et de compenser l'absence d'intégration fiscale »⁴. Une autre parade consistait à « assécher les revenus que représentent ces dividendes », comme l'a montré le *PtoP* réussi par *Bridgepoint* sur *Afflelou* en 2006⁵, éventuellement en structurant l'opération avec une part importante de fonds propres⁶. Enfin, à l'image de *Radiall*, l'initiateur pourrait tenter d'obtenir la radiation pour manque de liquidité du titre⁷, à défaut d'obtenir la mise en œuvre du retrait obligatoire.

En Europe. Au niveau européen, les solutions sont assez disparates. Ce seuil est certes placé à 90 % dans certains pays, comme en Suède par exemple où le *squeeze out* peut être mis en œuvre dès lors qu'à la suite d'une offre, l'initiateur possède 90 % du capital de sa cible. Tel est le cas aussi en Espagne, où l'initiateur doit obtenir 90 % du capital et des droits de vote de sa cible, mais pour autant, une approbation des actionnaires de la cible, représentant 90 % des droits de vote de celle-ci est nécessaire. Une approbation des actionnaires est également nécessaire en Autriche⁸. Ce panorama, pour montrer que ce seuil de 90 %, s'il est choisi par certains pays, est souvent assorti de modalités particulières, telle l'approbation des actionnaires de la cible. En revanche, ce seuil de 90 % est la solution adoptée chez les anglo-saxons, puisqu'en effet, pour que le *squeeze out* soit mis en œuvre, l'offrant doit détenir 90 %

¹ Drif A., « Cinven va enfin sortir Camaïeu de la cote », *Les Echos*, le 30/03/2011

² Pinaud O., « Cinven met fin à six ans d'épreuve de force avec les hedge funds sur Camaïeu », *L'Agefi*, le 30/03/2011

³ Peltier F., « Les principes directeurs des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 483 ; Martin-Laprade F., « Quitter une société par actions », *Doctrine, RTDF* N°2, 2008

⁴ Propos de Franck De Vita, repris dans Anselmi F., « Les retraits de cote restent complexes à Paris », *L'Agefi Hebdo*, du 16 au 22 juin 2011

⁵ Propos de Franck Sebag, repris dans Anselmi F., « Les retraits de cote restent complexes à Paris », *L'Agefi Hebdo*, du 16 au 22 juin 2011

⁶ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 473

⁷ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 486

⁸ « Stakebuilding mandatory offers and squeeze out comparative table », *Practical Law*, 01/08/2016

du capital ou des droits de vote de la société faisant l'objet de l'offre¹. Mais alors, quelle est la raison d'une telle différence en France ? Certains auteurs estiment que cette différence trouve son origine dans l'essence même du mécanisme. En effet, au Royaume-Uni, le *squeeze out* est forcément mis en œuvre à la suite d'une offre ; la légitimité est donc le fruit de la réponse du marché. Tandis qu'en France, c'est principalement le « contrôle préalable à 95 % »² qui subordonne la mise en œuvre du dispositif ; autrement dit, la légitimité naît plutôt du droit de l'actionnaire contrôlant³.

Tentative française. Cette idée de l'abaissement du seuil du *squeeze out* en France n'est pas nouvelle. À ce sujet, le rapport sur le projet de loi de régulation bancaire et financière de 2011, dans son article 10 additionnel indique que, Monsieur le Sénateur Marini, avait proposé l'abaissement du seuil du retrait obligatoire consécutif à une offre publique à 90 % du capital ou des droits de vote, au motif que « Plusieurs pays européens ont adopté ce seuil de 90 %, c'est un facteur de progrès pour la maîtrise complète de la gestion de l'entreprise ». Ce à quoi, Madame Christine Lagarde, alors ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, jugeait cet abaissement « excessif », et estimait qu'il était « plus raisonnable de se caler sur nos concurrents les plus directs, pour ne pas défavoriser la place parisienne »⁴. L'amendement fut ensuite retiré. Cette possibilité avait également été envisagée dans le rapport Giami-Rameix, qui renonçait à cette idée eu égard aux principes constitutionnels soulevés⁵. Le rapport Naulot proposait la même modification, afin de faciliter ce type d'opération et d'éviter que l'actionnaire ne se laisse enfermer dans une situation d'absence de liquidité⁶. Certains auteurs envisageaient également un abaissement du seuil à 90 %, au moins lorsque le retrait obligatoire fait suite à une offre publique d'acquisition ayant ainsi recueilli l'approbation des investisseurs, et permettant ainsi de lutter contre les comportements opportunistes de certains fonds minoritaires cherchant à vendre leur participation à un prix d'or⁷. Ce domaine, limité, serait en quelque sorte justifié par le plébiscite du marché.

Mesures complémentaires. Par ailleurs, pourrait être envisagée la faculté d'utiliser le caractère conditionnel d'une offre, permis par l'article 231-9 du règlement général de

¹ Section 97(2), Companies Act 2006

² De Nayer M.-C., « Le retrait obligatoire », *Bull. Joly Bourse*, 01 mars 1994 n° 2, p. 91 ; Schmidt D., « Les droits de minoritaires et les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 657

³ Institut des réviseurs d'entreprises, Forum – Squeeze-out, *Evaluation, information, protection de l'actionnaire*, 2003, p. 34

⁴ Assemblée nationale, Examen en commission du projet de loi n°555 (2009-2010) de régulation bancaire et financière, le 14 septembre 2010

⁵ Giami Th., Rameix G., *Rapport Giami-Rameix sur le financement des PME-ETI par le marché au ministre de l'Economie et des Finances*, Nov. 2011

⁶ Naulot J.-M., « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées », *Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, n°13, avril 2005, recommandation n°16

⁷ Pietrancosta A., Bompont D., « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *Colloque, RTDF N°2 – 2010* ; Pietrancosta A., « "Going private transactions" in France », *Colloque, RTDF N°4 – 2013/N°1 – 2014*, p. 83

l'Autorité des marchés financiers, à l'atteinte du seuil du *squeeze out*¹, alors abaissé à 90 %. Toutefois, si cette possibilité est permise dans certains pays², il semblerait qu'elle soit théorique à l'excès dans la mesure où un processus d'offre est tout de même traumatisant tant pour le marché que pour la société. Enfin, d'une manière ou d'une autre, pourraient être favorisés les engagements d'apport de titres à une offre sous réserve du principe de libre jeu des offres et des surenchères³, ou encore les acquisitions de bloc d'actions⁴.

Si par essence la réticence française quant à l'abaissement du seuil du *squeeze out* peut paraître fondée, il n'en demeure pas moins que d'un point de vue pratique, un tel changement serait le bienvenu et constitue alors la solution idéale.

B. Les maigres difficultés persistantes

La solution proposée présente au moins deux insuffisances. D'une part, les fonds en cause dans les affaires étudiées sont pour la plupart des fonds qui recèlent de capitaux, leur permettant ainsi de prendre des participations au-delà de 10 %. D'autre part, une action concertée permettra de franchir le seuil fatidique.

Capacité financière des fonds. Le fonds *Cinven* qui s'était illustré dans l'affaire *Camaïeu*, face au fonds *AXA Private Equity* faisait l'an passé, une levée de sept milliards d'euros⁵. *Elliott* est naturellement l'un des exemples les plus parlants, et s'illustre à la fois en tant que fonds activiste, qu'en fonds vautour⁶, de sorte qu'aucune inquiétude n'est émise quant à sa capacité à lever des fonds supplémentaires ; le *hedge fund* américain vient tout juste de réaliser une levée historique de cinq milliards de dollars⁷. Sept puissants investisseurs américains sont d'ailleurs connus pour inquiéter particulièrement les dirigeants ; le fonds *Triam*, qui s'est vu confier plus de douze milliards de dollars, le fonds *Third Point* dont les ressources s'élèvent à dix-huit milliards de dollars, le fonds *Elliott* avec trente et un milliards de dollars à investir, le fonds *Pershing Square* avec onze milliards de dollars d'actifs, la holding *Icahn Enterprises* valorisée huit milliards de dollars au Nasdaq, le fonds *ValueAct Capital* qui gère seize milliards de dollars pour le compte d'institutionnels, et enfin le fonds

¹ Segain H., « Les opérations de Public to Private en France : bilan et perspectives », *Bull. Joly Bourse*, le 01/09/2005, n°05, p. 536

² Tel est le cas en Allemagne par exemple ; Bonelli Erede, Bredin Prat, De Brauw, Hengeler Mueller, Slaughter and May, Uriá Menéndez, *Guide to public takeovers in Europe*, June 2016, p. 196 : « acceptance conditions are normally set at 50 % or 75 % of the voting rights in the target, but sometimes they are as high as 95 % . », disponible sur <http://www.debrauw.com/wp-content/uploads/2016/06/Guide-to-Public-Takeovers-in-Europe-2016.pdf>

³ CA Paris, 27 avr. 1993, *Balland c/ Comité d'entreprise de la raffinerie de Briennon*, n° *Juris-Data* 1993-024218

⁴ Roy S., « Anticiper les voies de sortie de la cote ou le parcours de l'initiateur en quête de radiation », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n°04, p. 175

⁵ Drif A., « Le britannique Cinven lève 7 milliards d'euros », *Les Echos*, le 30/06/2016

⁶ Peuvent être ici mentionnés les contentieux relatifs à la dette de l'Argentine ou le Pérou, Maujean G., « Tous activistes », *Les Echos*, le 30/05/2017

⁷ Ait-Kacimi N., « Une levée de fonds historique pour des temps difficiles », *Les Echos*, le 30/05/2017

Starboard Value qui gère un portefeuille de plus de six milliards de dollars¹. À ce titre, la difficulté est illustrée par les deux affaires mentionnées précédemment : l'affaire *Quintain Estates and Development* où *Elliott* prenait une participation à hauteur de 13 % suite à l'annonce de l'offre² et l'offre *Vodafone Group* sur *Kabel Deutschland Holding AG* où *Elliott* s'octroyait un peu plus de 10 % du capital de la cible après l'annonce de l'offre³. Par ailleurs, sachant que les mouvements de titres ne sont pas bloqués, certains pourraient augmenter continuellement leur participation suite à l'annonce de l'offre jusqu'à dépasser ledit seuil, à l'image de la société *Orfim* qui s'octroyait finalement, avec *La Financière de l'Échiquier*, environ 11 % du capital de *Radiall*⁴. Néanmoins, une étude Euronext⁵ démontre que ce type de comportement opportuniste s'observe généralement seulement dans les radiations volontaires, ou *PtoP*, et non dans les autres cas, parmi lesquelles les radiations résultant d'opérations intragroupe, ou les radiations qui sont le fruit « d'opérations industrielles ». Ce dernier cas ne pose traditionnellement beaucoup de difficultés, dans la mesure où la prime proposée sera généralement élevée⁶. Si *Radiall* est une exception assez marquante à ce dernier constat, il n'en demeure pas moins que si le seuil du *squeeze out* avait été fixé à 90 %, le litige aurait pris fin depuis longtemps.

Action de concert. D'autre part, l'action de concert, dont les contours peuvent parfois être « insaisissables »⁷, est encore à la portée de ces fonds. Cette expression, comme le souligne Monsieur le Professeur Bonneau, était déjà utilisée par la Commission des opérations de bourse depuis 1970⁸, avant d'être prise en compte à l'article 7 de la directive du 12 décembre 1988⁹. La directive *OPA* du 21 avril 2004¹⁰, dans son article 2, désigne un accord au temps de l'offre, qu'il soit offensif ou défensif. Dans son article 5, est prévu le système de l'offre publique obligatoire. Toutefois, le premier dispositif répond d'un enjeu de transparence, tandis que le second lutte contre les prises de contrôle rampantes. Si ces deux notions font l'objet d'une définition commune, il semblerait que la deuxième mérite d'être appréciée avec un petit peu plus de finesse, eu égard à la sanction qu'elle peut entraîner, à savoir le dépôt

¹ Letessier I., « Les actionnaires activistes montent à l'assaut des géants de la Bourse », *Le Figaro*, le 19/07/2017

² McClean P., « Poundland accepts increased £466m offer from Steinhoff », *Financial Times*, le 11/08/2016 ; « Lone Star relève son offre sur le britannique Quintain Estate », *L'Agefi*, le 28/09/2015

³ Burgess K., « Poundland faces rough ride as Elliott brings 'bumpirage' into play », *Financial Times*, le 08/08/2016 ; Pinaud O., « L'irruption d'Elliott AM menace l'OPA de Vodafone sur Kabel Deutschland », *L'Agefi*, le 10/09/2013

⁴ Boisseau L., « Le bras de fer entre Radiall et ses minoritaires arrive à son terme », *Les Echos*, le 31/01/2017

⁵ AMF, *Revue mensuelle*, n°28, sept 2006, p. 13

⁶ Anselmi F., « Les retraits de cote restent complexes à Paris », *L'Agefi Hebdo*, du 16 au 22 juin 2011, p. 36

⁷ Bompont D., « L'action de concert à l'âge de la majorité », *RTDF N°2 – 2008*

⁸ Bonneau T., « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 97

⁹ Directive 88/627/CEE du Conseil du 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation : JOCE 17 déc. 1988, n° L 348/62

¹⁰ Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition : JOUE 30 avr. 2004, n° L 142/12

d'une offre publique¹. Cette étude sera limitée au domaine des franchissements de seuils, puisque les comportements opportunistes ne sont généralement pas tournés vers une volonté de prise de contrôle. Cette notion d'action de concert, repose quoi qu'il en soit sur le triptyque : accord, moyens, et finalité caractérisant alors un accord en vue d'exercer une politique commune « vis-à-vis » de la société.

Sans rentrer dans une étude trop précise de la question, il convient tout de même de rappeler quelques notions. Tout d'abord, la jurisprudence est venue préciser qu'en l'absence d'écrit, il faut se référer à des indices graves, précis et concordants, et qu'il importe peu que l'accord ait un caractère contraignant et que celui-ci tourne au profit exclusif de l'un des concertistes². Rien n'est dit dans les textes quant au caractère contraignant de cet accord ; l'exécution de celui-ci épuise de toute façon le sujet rétrospectivement³. En outre, la politique commune n'est pas seulement celle d'influer sur la stratégie de la société, aux commandes de la société, mais elle peut être seulement la politique commune « vis-à-vis » de la société ; la politique commune des concertistes n'est pas réductible à la politique sociale ou au contrôle conjoint⁴. À défaut, cela aurait eu pour effet d'immuniser les minoritaires contre la qualification de concert, à raison d'un éventuel effet relatif d'un accord de séparation par exemple⁵. Par la suite, et au gré de l'évolution de la jurisprudence, une appréciation parfois trop souple de la question conduisait à retenir l'action de concert dans des situations inattendues⁶ ; notamment dans l'affaire *Riber*, où la Cour de cassation considéra que le vote concordant d'actionnaires à l'occasion d'une unique assemblée générale, et à l'effet de désigner des membres du conseil de surveillance d'une société puisse être constitutif d'une action de concert. Cette décision illustre par ailleurs la difficulté à laquelle l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) essayait de remédier via la publication de son *Public Statement*⁷ dépourvu de force contraignante, mais qui pour autant a le mérite de donner des lignes directrices sur la question. Toutefois, il semblerait que, à la date à laquelle nous écrivons, la Haute juridiction tente de réduire quelque peu le périmètre de l'action de concert : l'affaire *Bastide Le Confort Médical* laisse voir un « resserrement » du contrôle exercé par la

¹ Art. L.433-3 du Code monétaire et financier

² Cass. com, 15 sept. 2012, n°11-11.633, *Sté Sacyr Vallehermoso c/AMF* ; Torck S., « Affaire Sacyr : défaut de déclaration de franchissement de seuil et preuve de l'action de concert », *Bull. Joly Sociétés*, n°11, p. 805, 01/11/2012

³ Torck S., « Offre publique obligatoire, action de concert et contrôle conjoint : chronique d'une pièce inachevée », *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, 2013, p. 725

⁴ Torck S., « Offre publique obligatoire, action de concert et contrôle conjoint : chronique d'une pièce inachevée », *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, Acte III, 2013, p. 735

⁵ Cass. com., 27 oct. 2009, n°08-18.819, *Gecina*

⁶ CA Paris, 31 mars 2016, n°2015/12351 ; Martin-Laprade F., « Affaire *Riber* : rendez-vous devant la Cour de cassation ? », *Bull. Joly Bourse*, 01/06/2016, n°06, p. 247

⁷ ESMA, *Public Statement – Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, 12 nov. 2013

Cour de cassation sur la caractérisation de l'action de concert par la cour d'appel de Paris¹. Ce resserrement semble opportun, tant la sécurité juridique est gage de l'efficacité du marché. Même si l'interprétation semble désormais retrouver le chemin de la rigueur, il n'en demeure pas moins qu'une action concertée permettra de franchir ce seuil du *squeeze out*, soit-il à 95 % ou à 90 %.

Bien que ce raisonnement présente deux insuffisances, l'abaissement du seuil du *squeeze out* à 90 % reste la solution préférée et la plus opportune ; seuls quelques cas à la marge empêcheront véritablement ce type d'opération. Si d'un point de vue boursier, cet abaissement serait idéal, il convient tout de même d'étudier l'atteinte portée au droit de propriété, pour juger de la légitimité ou non d'un tel changement.

§2 — L'atteinte portée au droit de propriété de l'actionnaire minoritaire

Un tel abaissement du seuil emporte nécessairement une atteinte au droit de propriété de l'actionnaire minoritaire, puisque celui-ci se voit exproprié de ses actions. Il faut donc revenir sur l'intérêt justifiant cette mesure (A), pour ensuite étudier la proportionnalité de celle-ci (B).

A. L'intérêt justifiant l'expropriation

Valeur du droit de propriété. Naturellement, les minoritaires étant privés de leur droit de propriété, se pose la question de la conformité d'un tel dispositif à l'aune des normes supérieures. Il faut alors rappeler la valeur attachée à ce droit « naturel et imprescriptible » au sens de l'article 2 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen, qualifié d'« inviolable et sacré » par son article 17. Plus encore ce droit est élevé au niveau conventionnel par l'article 1^{er} du Premier protocole additionnel de la Convention Européenne de Sauvegarde des Droits de l'Homme (CESDH). L'article 544 du Code civil rappelle également le caractère absolu de ce droit, pourvu qu'il n'en soit pas fait un usage prohibé par la loi ou les règlements. L'article suivant énonce pour sa part que : « Nul ne peut être contraint de céder sa propriété, si ce n'est pour cause d'utilité publique, et moyennant une juste et préalable indemnité ». Cet article, lu à la lumière de la jurisprudence du Conseil constitutionnel², nous rappelle alors que seule une utilité publique pourrait justifier qu'il soit porté atteinte au droit de propriété, en l'occurrence, à celui des actionnaires minoritaires.

Expropriation. La Cour européenne des droits de l'homme, avant même que la directive *OPA* ne consacre le retrait obligatoire, refusait de voir dans cette procédure, une forme

¹ Cass. com., 22 nov. 2016, n°15-11063, *Bastide Le Confort Médical* ; Gaudemet A., « Action de concert : resserrement en vue ? », *Bull. Joly Sociétés*, 01/03/2017 – n°3, p. 173 ; Martin D., Kanovitch B., Haas F., Epelbaum M., « L'affaire "Bastide Le Confort Médical" », *Chronique/Public M&A, RTDF* N°4 – 2016, p. 124.

² Cons. const., 16 janv. 1982, décision n°81-132 DC

d'expropriation¹. La Cour de cassation se prononça également sur la conformité de l'article L.433-4 du Code monétaire et financier à la CESDH, en affirmant que : « le transfert de propriété, opéré moyennant un prix en rapport avec la valeur du bien, dans un cadre légitime d'ordre social et économique, répond à l'utilité publique, quand bien même la collectivité dans son ensemble ne se servirait ou ne profiterait pas par elle-même du bien transféré »². La Haute juridiction refusait ensuite de voir dans la procédure de retrait obligatoire un « abus du droit de faire appel au marché »³. Et d'ailleurs, le principe d'insaisissabilité des biens ne fut pas non plus pertinent pour qu'une collectivité territoriale se dégage d'une procédure de retrait obligatoire⁴.

Nature de l'expropriation. Pour autant, il faut nécessairement s'interroger sur la nature de l'expropriation en cause ; est-elle d'utilité publique, ou bien répond-elle d'une utilité privée ? Certains ont pu voir dans l'atteinte portée au droit de propriété des actionnaires minoritaires, une véritable « expropriation pour cause d'intérêt privé »⁵. De prime abord, il est vrai que la question de l'utilité — publique ou privée — mérite d'être soulevée, tant la réponse peut être incertaine.

Utilité privée de l'expropriation. Si Monsieur le Professeur Viandier affirme qu'il s'agit d'un « intérêt privé »⁶, cette affirmation va être analysée, pour ensuite tenter d'en prendre le contre-pied. En effet, pour quelques auteurs, cette expropriation ne sert pas, par nature, l'intérêt de l'actionnaire minoritaire qui se trouve alors privé de ses actions, et ce de manière autoritaire.

À ce titre, Monsieur le Professeur Viandier rappelle deux droits fondamentaux de l'actionnaire, à savoir ; celui de rester associé, et son droit de propriété. S'il est admis qu'une atteinte puisse être portée au droit de l'associé en cas de mésentente, ou bien lorsque cela est nécessaire à la survie de la société⁷, il n'en demeure pas moins qu'au cas d'espèce, les minoritaires sont privés de leur droit seulement parce qu'ils réunissent 5 % du capital ou des droits de vote. Telle est la raison pour laquelle Monsieur le Professeur Viandier voit ici une expropriation pour utilité privée. S'agissant de l'étude de cette même utilité, elle se traduit par le souhait de l'actionnaire majoritaire de détenir la totalité du capital de la société contrôlée, pour une gestion plus facile et moins coûteuse, facilitant les opérations sur le capital, ou permettant d'identifier un intérêt de groupe plus aisément dans le cadre d'un groupe de

¹ CEDH, 12 oct. 1982, *Bramelid Malmström c/ Suède* : Rec. CEDH, p. 64

² Cass. com., 29 avril 1977, n°95-15.220, *ADAM c/ Société Générale et autres*, et confirmé par Cass. com., 17 juill. 2001, n°98-20.188

³ Cass. com., 22 nov. 2005, n°04-15.336

⁴ Cass. com., 21 janv. 2014, n°12-29.475, *Société APRR* ; Moulin J.-M., « La procédure de retrait obligatoire s'impose aux collectivités territoriales détenant des participations dans des sociétés cotées », *Bull. Joly Bourse* 2014, p. 235

⁵ Viandier A., « Le retrait obligatoire » : *RJDA* 1994, p. 783

⁶ Viandier A., « Le retrait obligatoire » : *RJDA* 1994, p. 783

⁷ Viandier A., « Le retrait obligatoire » : *RJDA* 1994, p. 783

sociétés. Mais cette utilité répond aussi du souhait de ne pas s'exposer aux conflits avec des actionnaires très minoritaires, usant parfois de la menace d'engager la responsabilité, civile ou pénale, des dirigeants. Tel est le cas par exemple dans l'affaire *XPO Logistics*, où le fonds *Elliott* intente une action *ut singuli* à l'encontre des dirigeants, anciens ou actuels, de l'ex *Norbert Dentressangle*¹. Monsieur le Professeur Viandier admet alors un tempérament à son discours, pour le cas des actionnaires « vétilleux, attentifs aux faux pas provoqués par une réglementation labyrinthique² », parfois appelés *hedge funds*, pour lesquels le retrait obligatoire pourrait être légitime.

Par ailleurs, Monsieur le Professeur Schmidt considère que les minoritaires ne sont des opposants que lorsqu'ils estiment que leurs intérêts sont lésés, c'est-à-dire lorsque les majoritaires font usage de leur pouvoir pour retirer un avantage non partagé ; tel serait le cas des retraits obligatoires projetés et réalisés dans des conditions permettant à l'initiateur de s'enrichir au détriment des minoritaires³. De manière plus générale, il serait difficile de comprendre en quoi le retrait obligatoire sert l'intérêt des actionnaires minoritaires qui se voient alors privés de leurs actions⁴, et permet ainsi aux majoritaires de devenir les maîtres absolus de la société, pour ensuite la soustraire au marché financier par voie de radiation⁵. Monsieur le Professeur Schmidt considère que ce retrait obligatoire ne sert pas l'intérêt du marché, notamment sa liquidité, puisque selon lui « un marché limité à un flottant de moins de 5 % n'est pas nécessairement illiquide », et qu'il ne sert non plus l'intérêt social, puisque la décision de mettre en œuvre le retrait obligatoire revient à un actionnaire. De sorte que finalement « le retrait obligatoire n'est rien d'autre qu'un mécanisme boursier que la loi met à la disposition du majoritaire (...) qui y trouve son propre intérêt sans se soucier de l'utilité publique, de l'intérêt du marché et de l'intérêt de ses coactionnaires »⁶.

Un auteur met en lumière le caractère regrettable de cette expropriation, au motif que : « il existe en effet de petits actionnaires qui, pour des raisons les plus diverses ont et auront le désir de rester actionnaires d'une société, quand bien même celle-ci renonce à l'appel public à l'épargne. (...) Il est regrettable que cette voix des minoritaires désirant rester actionnaires d'une société quoiqu'il advienne n'ait pas été entendue. Le retrait obligatoire supprime l'opposition dans les assemblées des sociétés. Certes, il s'agit d'une opposition très

¹ « Elliott s'oppose toujours à XPO Logistics », *L'Agefi*, le 10/06/2016

² Viandier A., « Le retrait obligatoire » : *RJDA* 1994, p. 783

³ Schmidt D., « Les droits de minoritaires et les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 657

⁴ Méadel J., *Les marchés financiers et l'ordre public*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2007, p. 262

⁵ Frison-Roche M.-A., M. Nussenbaum, « Le retrait obligatoire n'est pas contraire à la Convention européenne des droits de l'homme et son prix ne varie pas par rapport à l'offre de retrait », *Recueil Dalloz*, 1998, p. 334

⁶ Schmidt D., « Réflexions sur le retrait obligatoire », *RD bancaire et bourse*, nov.-déc. 1999, n°76, p. 214

minoritaire, mais ses idées ne doivent pas a priori être considérées comme moins bonnes pour les intérêts de la société parce qu'elles viennent de la minorité »¹.

Le caractère privé de l'utilité est donc défendable, dans la mesure où la volonté des actionnaires majoritaires, qui semble être le fondement de la décision de radiation, ne saurait être érigée en utilité publique. De sorte que, *prima facie*, certes, il semble légitime d'invoquer l'utilité privée.

Utilité publique de l'expropriation. Pour autant, en réalité, il semblerait plutôt que l'utilité en question, ne soit pas privée, mais bien publique. Certains auteurs, mettant en avant les faiblesses du dispositif, ont tout de même très tôt reconnu un intérêt général à la procédure de retrait obligatoire ; « il existe une idée d'intérêt général dans cette procédure puisque, comme nous l'avons évoqué, le retrait obligatoire devrait permettre d'épurer le marché de sociétés ne respectant pas vraiment les règles de l'appel public à l'épargne »².

La Cour de cassation dans l'arrêt *Sogénal*³ vient plus nettement conférer à l'expropriation son caractère d'utilité publique. Toutefois, elle paraît adopter une position assez prudente, sans vraiment trancher la question de la nature de l'utilité publique dont répond l'expropriation, qui ne doit pas faire l'objet d'une appréciation *in concreto* pour chaque opération⁴.

Analysant cet arrêt *Sogénal*, certains auteurs semblent s'appuyer sur l'intérêt de la société pour justifier la mesure d'expropriation en cause, de sorte qu'un auteur affirme que ; « en facilitant la vie de ce dernier [l'actionnaire majoritaire], le retrait obligatoire concourt indirectement à une plus grande flexibilité dans la conduite des sociétés cotées et participe ainsi du bon fonctionnement des sociétés commerciales en général. Ce que l'on peut difficilement considérer comme ne répondant pas à l'utilité publique »⁵. Et à ce titre, Monsieur le Sénateur Marini, lors des débats parlementaires, justifiait la procédure de retrait obligatoire au motif qu'il ne reste « plus que quelques actionnaires très minoritaires » dont la présence « oblige néanmoins la société en cause à respecter les règles d'information du public qui sont propres aux sociétés cotées »⁶, à l'origine de dépenses considérables n'apparaissant

¹ Leroy C., « Le retrait obligatoire ou l'expropriation des actionnaires minoritaires à la suite d'une offre publique de retrait », *Bull. Joly Bourse*, 01/11/1994/, n°06, p. 567

² Leroy C., « Le retrait obligatoire ou l'expropriation des actionnaires minoritaires à la suite d'une offre publique de retrait », *Bull. Joly Bourse*, 01/11/1994/, n°06, p. 567

³ Cass. com., 29 avril 1977, n°95-15.220, *ADAM c/ Société Générale et autres* ; *JCP E* 1997, pan. 631, pourvoi contre l'arrêt CA Paris, 16 mai 1995

⁴ Cass. com., 17 juin 2001, n°98-20.188.T et 98-23.453.S, *Alain Géniteau c/ sociétés Elyo et Lyonnaise des Eaux* ; Frison-Roche M.-A., Germain M., Marin J.-C., Pénichon Ch., « Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Novembre 2001, p. 247

⁵ Bucher F., « Le retrait obligatoire définitivement validé par la Cour de cassation », *Revue des sociétés*, 1998, p. 337

⁶ Sénat, débats parlementaires, séance du 18 décembre 1993, publiés au J.O., p. 4459

plus comme trouvant une contrepartie suffisante. Ce dernier auteur ne nie pas pour autant toute référence au marché, dont il considère que la liquidité n'est plus assurée.

D'autres se réfèrent plus directement à l'intérêt du marché, et notamment à la liquidité de celui-ci. De sorte que ; « Le retrait obligatoire soulage le marché financier et lui restitue sa qualité première : la liquidité, gage de sa vitalité, obtenue grâce au volume des échanges sur les titres. L'on peut considérer que le bon fonctionnement des marchés, surveillé par le droit de la concurrence ou régulé par le droit financier, relève de l'ordre public de direction et, de ce fait, de l'intérêt public. La liquidité participe alors de la même nature. En cela, le retrait obligatoire peut entrer dans la catégorie des expropriations pour intérêt public »¹.

Cet intérêt du bon fonctionnement du marché est rappelé aujourd'hui avec encore plus d'acuité en raison du contexte économique ; il faut ainsi avoir égard à la récente jurisprudence de la Cour de Luxembourg en la matière, puisque dans les arrêts *Tadej Kotnik* et *Gérard Dowling*², le risque de système est érigé en intérêt public. La Cour justifie alors que soient prises des mesures exceptionnelles, du fait de la crise financière de 2008, et accédant ainsi la décision d'un État d'ordonner la liquidation des fonds propres et des titres de créances subordonnées, mais également de prendre le contrôle d'un établissement de crédit malgré le refus de ses actionnaires³. Sont donc mis en échec des principes fondamentaux du droit de l'Union, en ce compris le droit de propriété, ou encore la protection des actionnaires et des créanciers, pour répondre du risque de système dont la protection, selon Monsieur le Professeur Gaudemet, a accédé au rang de l'ordre public économique de direction depuis la crise financière de 2008⁴. Aussi, l'ensemble des institutions françaises et européennes, à l'image de l'AMF ou de l'ESMA, sont tout autant associées à ce risque de système, ce qui lui confère une portée particulière.

Enfin, et c'est probablement ce qui conclut le mieux cette argumentation, existe une répression pénale des abus de marché qui semble faire de l'intérêt du marché, un intérêt public. À défaut, il serait difficile de comprendre une telle réglementation, dont les conséquences peuvent être importantes — *voire parfois quelque peu excessives* ; les affaires *Wendel – Saint-Gobain*⁵, *Hermès – LVMH*⁶, *Natixis Asset-Management*⁷ et récemment la

¹ Frison-Roche M.-A., Nussenbaum M., « Le retrait obligatoire n'est pas contraire à la Convention européenne des droits de l'homme et son prix ne varie pas par rapport à l'offre de retrait », *Recueil Dalloz*, 1998, p. 334

² CJUE, 19 juill. 2016, aff. C-526/14, *Tadej Kotnik* et a. *c/Drzavni zbor Republike Slovenije*, et CJUE, 8 nov. 2016, aff. C-41/14, *Gérard Dowling* et a. *c/Minister of Finance*.

³ Boucard F., « CJUE : application du droit de l'Union européenne », *RDBF* n°6, nov. 2016, comm. 233

⁴ Gaudemet A., « La deuxième directive Sociétés à l'épreuve du risque de système », *Bull. Joly Sociétés*, 01/05/2017, n°05, p. 333

⁵ AMF, sanct., 13 déc. 2010, *Société Wendel SA, J.-B Lafonta et Société Deutsche Bank Paris*

⁶ AMF, sanct., 25 juin 2013, *Société LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton*

⁷ AMF, sanct., 25 juill. 2017, *Natixis Asset Management SA*

sanction à l'encontre d'un ancien analyste de chez *Kepler Cheuvreux*,¹ marquaient les esprits de par le montant des amendes encourues ou prononcées. Et certains s'élèvent contre ces sanctions tant l'application des textes par l'AMF est parfois discutable au regard du principe de légalité des délits et des peines de l'article 7 de la CESDH. Cette répression a récemment été actualisée par le règlement *MAR*² et la directive *MAD*³, qui ont apporté des modifications aux trois principales obligations qui pèsent sur les sociétés cotées, à savoir l'obligation de publier des informations privilégiées, l'établissement de la liste des initiés, la notification et la publication des transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes⁴. Et en effet, les comportements les plus graves sont passibles de sanctions pénales — au sens strict — et « la gamme et le montant des sanctions » évoluent de manière significative⁵.

Il existe donc une réglementation assez complète des marchés financiers, dont les sanctions peuvent parfois être extrêmement sévères, ce qui, au gré de l'ensemble de cette argumentation, amène à considérer l'intérêt du marché en intérêt public. La proportionnalité de l'expropriation en cause doit néanmoins être étudiée.

B. La proportionnalité de l'expropriation

La proportionnalité de l'expropriation peut s'étudier sous deux angles ; d'une part, au regard de l'intérêt du marché en raison de sa faible liquidité, d'autre part, au vu des rapports entre minoritaires et majoritaires, d'un point de vue sociétaire donc.

Au regard de l'intérêt du marché. Au vu de la faible liquidité, la proportionnalité de l'expropriation semble justifiée. La fonction du marché secondaire est de permettre la circulation des instruments émis sur le marché primaire, et selon l'économiste John Maynard Keynes, un actif est liquide s'il est transformable à court terme et sans perte⁶. Pour autant, les marchés financiers comportent en eux-mêmes le risque de ne pas être en mesure de se détacher d'un instrument et d'en acquérir un autre⁷. Si une parfaite liquidité est difficile à atteindre, la recherche de celle-ci doit néanmoins rester l'objectif convoité par le jeu de la

¹ AMF, sanct., 29 mai 2017, n°7, procédure n°16-03, à l'égard de M. A

² Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, du 16 avril 2014 sur les abus de marché, et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, publié au JOUE le 12/06/2014, n° L 173/1.

³ Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, publiée au JOUE le 12/06/2014, n° L 173/179.

⁴ Chacornac J., « Les nouvelles obligations de transparences des sociétés cotées », *Revue Banque et Droit*, n°173 mai-juin 2017, p. 10

⁵ Torck S., « Les nouveaux enjeux des délits et des manquements boursiers », *Bull. Joly Bourse*, 01/03/2017, n°02, p. 171

⁶ Zidani E., « Le principe de transparence au regard de la directive MIF », *RTDF* N°1 – 2017

⁷ Bervas A., « La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », *Revue de la Stabilité financière*, mai 2006

négociabilité des titres¹. Quoi qu'il en soit, pour un minoritaire, sa sortie n'est parfaite que par l'existence d'une offre, qui n'est possible que sur un marché liquide².

Or, de manière assez intuitive, il ne semble pas qu'avec quelques titres circulants sur le marché, cette liquidité soit assurée. De sorte que cette soi-disant liquidité ne saurait selon nous faire obstacle à des opérations de retrait. Il faut alors avoir égard aux faibles volumes de titres échangés des sociétés concernées ; *Radiall* en est un exemple³. L'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire des actions de la société *Waterman S.A.* initiée par *The Gillette company*, où seulement 0,146 % des actions *Waterman* étaient effectivement réparties dans le public⁴ est également un exemple parfaitement illustratif. De sorte que selon nous, la liquidité ne s'oppose ici pas à la radiation, mais au contraire, la radiation semble en quelque sorte servir la liquidité dans la mesure où les quelques investisseurs restants se dirigeront le cas échéant vers d'autres titres, et permettront ainsi leur circulation.

Toutefois, il ne faudrait pas réduire le bon fonctionnement du marché à sa seule liquidité. Un intérêt réciproque peut être trouvé pour une société dont le capital est majoritairement détenu par un actionnaire, profitant ainsi de la visibilité que la Place offre. À l'inverse, mais ce constat est assez intuitif, il nous semble qu'il ne peut être nié que la Place Boursière trouve un intérêt, en termes de renommée, à voir des entreprises importantes, tant en termes de taille qu'en termes de notoriété, à vouloir se coter sur ladite Place ; naturellement, est ici fait référence à la société *Hermès*, qui enregistre d'ailleurs une année record d'un point de vue financier en 2016⁵, faisant ainsi bonne figure sur le « catalogue » de l'entreprise de marché⁶.

Au regard de l'intérêt de la société. D'un point de vue sociétaire, il faut ici revenir à une question d'échelle. En effet, en abaissant le seuil à 90 %, 10 % des actionnaires sont donc privés de leurs actions. À supposer qu'il y ait des dizaines de « petits » minoritaires, cela ne paraît pas choquant. En revanche, à supposer qu'un minoritaire détienne à lui seul une fraction du capital avoisinant les 10 %, le constat doit être nuancé. Et par ailleurs, il faut garder à l'esprit que d'un point de vue sociétaire, la société a tout intérêt à avoir des minoritaires, ou du moins des actionnaires qui viennent se confronter aux autres, aux organes dirigeants.

¹ Frison-Roche M.-A., *Le modèle du marché*, Arch. phil. droit, 1995, p. 294

² Schmidt D., « Les droits de minoritaires et les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molféssis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 657

³ Note d'information établie par Radiall en réponse à l'OPAS visant les actions de la société Radiall S.A. initiée par Hodiall et les autres membres du concert Gattaz, 22 décembre 2016, visa n°16-598

⁴ Frison-Roche M.-A., « L'acculturation du squeeze out en droit français », *Les Petites affiches*, 29/11/1995 – n°143, p. 13, citant *Les Echos*, 11 août 1995, p. 11.

⁵ AFP, Le Figaro.fr, « Ventes records pour Hermès en 2016 », *Le Figaro*, le 08/02/2017

⁶ Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

De cette remarque, Madame le Professeur Frison-Roche tire plusieurs conclusions. D'une part, elle met en avant le fait que la simple distinction entre actionnaires majoritaires et minoritaires est insuffisante, proposant ainsi un critère quantitatif; contrairement au minoritaire « significatif », le minoritaire « négligeable » se voit ainsi évincé de la société par le retrait obligatoire. Ensuite, c'est un critère d'alliance qui voit le jour, entre le minoritaire « électron libre » qui est évincé et le minoritaire « allié » qui est conservé¹. A priori, il ne semble pas que le maintien du minoritaire négligeable, qui en plus à un comportement dérangeant, contestant un peu trop souvent l'ensemble des décisions, soit nécessairement bon et justifié pour la société. Toutefois, ce serait méconnaître le principe même d'une assemblée au sein d'une société, assemblée à laquelle de plus en plus de décisions sont déléguées. Enfin, il semble toutefois que la menace, ou prétendue menace, que fait peser le minoritaire puisse être gage de la bonne gestion menée par le dirigeant. Tel sera le cas par exemple lorsque l'actionnaire posera des questions par écrit sur la bonne gestion et la marche des affaires au conseil d'administration ou au directoire selon le cas, qui sera tenu d'y répondre en assemblée². Une expertise de gestion pourra également être demandée en cas de défaut de réponse ou réponse insatisfaisante à une question écrite au conseil d'administration ou au directoire, par un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5 % du capital social, dans une société anonyme, pour rendre un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion³. Bien entendu existe l'article 145 du Code de procédure civile, pour lequel aucune condition de détention du capital n'est requise, ce qui par ailleurs peut susciter l'étonnement quant à l'articulation de ces textes, mais qui pour autant, ne semble pas illégitime. Il semblerait donc que le retrait obligatoire s'accommode difficilement de ce constat, et que la présence d'actionnaires minoritaires est tout de même gage de la bonne gestion des sociétés. Et il ne faudrait pas oublier les sociétés qui, conscientes d'une sortie de cote imminente, réduisent leurs performances pour ainsi prendre la main sur les négociations, et faire pression sur les actionnaires minoritaires⁴. L'expertise de gestion susmentionnée peut à ce titre mettre en lumière ce genre de comportements⁵.

Néanmoins, d'un point de vue sociétaire, le retrait obligatoire peut avoir pour intérêt de mettre fin à une éventuelle situation de blocage, à d'éventuels rapports de force. Nous ne mentionnerons pas à nouveau le rôle de certains fonds activistes. Madame le Professeur Frison-Roche note toutefois deux choses à ce sujet. D'une part, aux États-Unis, de forts

¹ Frison-Roche M.-A., « L'acculturation du squeeze out en droit français », *Les Petites affiches*, 29/11/1995 – n°143, p. 13,

² Art. L.225-108 Code com.

³ Art. L.225-231 Code com.

⁴ Pinaud O., « Cinven met fin à six ans d'épreuve de force avec les hedge funds sur Camaïeu », *L'Agefi*, le 30/03/2011

⁵ De Vilmorin O., Berdou A., « *Vade-mecum* de l'actionnaire activiste », *Bull. Joly Bourse*, 01/01/2016, n°01 – p. 16

contrepouvoirs peuvent être recensés, du fait de la pression du marché sur les sociétés cotées et même des non cotées. D'autre part en Allemagne, les salariés et les syndicats forment ce contre-pouvoir nécessaire. Quoi qu'il en soit, de tels contre-pouvoirs semblent être moins présents en France, même si depuis le constat dressé par Madame le Professeur Frison-Roche¹, il semblerait que les choses évoluent dans le même sens².

Faculté de rachat des minoritaires. Enfin, il ne faudrait oublier la faculté offerte aux minoritaires de demander aux actionnaires de contrôle de racheter l'ensemble de leurs titres³ ; de sorte que le retrait obligatoire semble constituer la « juste contrepartie »⁴ de ce rachat forcé. L'abaissement de ce seuil, au titre du rachat forcé, peut aussi être envisagé, à supposer que le seuil du *squeeze out* soit abaissé. Pour autant, il ne faudrait faire de raccourci trop rapide entre les deux mécanismes, car si le retrait obligatoire comporte une obligation de vendre, *portant donc atteinte au droit de propriété*, le rachat obligatoire quant à lui implique une obligation d'acheter, *portant donc atteinte à la liberté contractuelle*. Bien entendu, dans cette dernière hypothèse, le majoritaire se dessaisira d'une partie de ses fonds, mais telle est la vocation de la monnaie que de circuler⁵. Quoi qu'il en soit, il semble plus facile d'admettre un abaissement du seuil du rachat obligatoire, conséquence de l'abaissement du seuil du *squeeze out*, que l'inverse ; telle est la solution adoptée en Suède, où le seuil du rachat et du *squeeze out* sont tous deux à 90 %⁶.

S'agissant du prix. L'article L.433-4 du Code monétaire et financier n'envisage pas la question du rachat obligatoire, pourtant envisagé à l'article 16,2) de la Directive OPA⁷, laissé à l'article 236-1 du règlement général de l'AMF, qui énonce qu'un actionnaire minoritaire d'une société dans laquelle un ou plusieurs actionnaires majoritaires détiennent de concert au moins 95 % des droits de vote d'une société cotée, peut demander à l'AMF de requérir du ou des majoritaires, le dépôt d'une offre de retrait. L'AMF se prononce alors sur la demande qui lui est présentée « au vu notamment des conditions prévalant sur le marché et titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur ». Si la demande est jugée recevable, le majoritaire doit déposer un projet d'offre publique de retrait (OPR) « libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme ». En aucun cas est ici fait référence à

¹ Frison-Roche M.-A., « L'acculturation du squeeze out en droit français », *Les Petites affiches*, 29/11/1995 – n°143, p. 13

² Benhaddou A., « Europe : l'activisme gagne du terrain », *Les Echos*, le 10/07/2017

³ Art. 236-1 RG AMF

⁴ Pietrancosta A., Prat J.-F., « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexus Litec, 2009, p. 152

⁵ Frison-Roche M.-A., « L'hypothèse d'un droit général de retrait des minoritaires », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 03/10/1996 – n°40, p. 19 à 24

⁶ Parlement européen, Direction générale des politiques internes, Etude « Droit et obligations des actionnaires », 2012, p. 90

⁷ Art. 16,2) de la Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition : JOUE 30 avr. 2004, n° L 142/12 : « 2. Les États membres veillent à ce qu'un détenteur de titres restants puisse exiger de l'offrant qu'il rachète ses titres pour un juste prix, dans les mêmes conditions que celles prévues à l'article 15, paragraphe 2 ».

l'indemnisation prévue pour le retrait obligatoire, et il n'existe pas en droit français, de pratique équivalente à la pratique américaine de *fairness opinion*¹, qui puisse ainsi pallier l'insuffisance de la loi ; en France, sauf faute de l'expert, l'engagement de sa responsabilité semble difficile². Deux cas doivent être distingués. Soit il faudra avoir recours à un expert, mais celui-ci ne sera pas dans l'obligation d'utiliser la méthode multicritères³. Soit tel ne sera pas le cas, et il revient à l'AMF, examinant la conformité de l'offre, de pallier autant que possible l'insuffisance de la loi et ainsi se montrer particulièrement attentive sur le prix⁴. Il est alors ici possible de constater une brèche dans le dispositif, à laquelle il faudrait remédier. À l'extrême, nous pourrions imaginer un émetteur ne souhaitant pas mettre en œuvre le retrait obligatoire, attendant que le minoritaire demande le rachat forcé, et se dispensant ainsi du juste prix résultant de l'évaluation multicritères. Cette hypothèse reste certes une hypothèse d'école, mais la conformité avec le droit européen pourrait être soulevée ; il serait donc judicieux de remédier à la difficulté et ainsi d'aligner les règles de fixation du prix à celles du retrait obligatoire.

Réflexion. Il nous semble donc que nous soulevons des principes fondamentaux, pour un dispositif particulier — *qu'est la radiation* — et dont il convient de mesurer l'enjeu. Toutefois, et nous ne reviendrons pas dessus, mais il apparaît que le contexte économique et politique actuel ainsi que l'attractivité de la Place financière de Paris, invitent à avoir une opinion assez libérale de la question, et ainsi nous ne pouvons que nous prononcer en faveur de l'abaissement du seuil du *squeeze out* à 90 %.

Section 2 : La place des minoritaires dans le retrait obligatoire

Dans le retrait obligatoire, deux hypothèses sont à envisager quant à la place occupée par les minoritaires ; d'une part, leur protection (§1), d'autre part, leur comportement qui peut parfois être abusif (§2).

§1 — La protection des actionnaires minoritaires

L'Autorité des marchés financiers (B) s'assure de la protection des minoritaires, qui reçoivent une indemnité calculée par un expert indépendant (A).

¹ Cafritz E., Caramelli D., « Existe-t-il une *fairness opinion* à la française ? », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°20, 13/05/2004, p. 735

² De Nayer M.-C., « Retrait obligatoire : modalités d'application », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/1994, n°04, p. 353

³ Drummond F., Schmidt Y., Husson B., « Le prix dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molféssis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 436

⁴ Douvreur O., Uzan C., « Projet de modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : vers un renouveau du droit des offres publiques d'acquisition ? », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2006, n°03 – p. 275

A. L'indemnité calculée par un expert indépendant

Selon Monsieur le Professeur Schmidt, le minoritaire est « celui qui dans un groupement régi par la majorité, doit se soumettre à la décision du plus grand nombre ou se démettre »¹. Si tel est le cas, la liquidité qui caractérise le marché lui permettra de se démettre. En l'espèce, les minoritaires en question sont les personnes qui « ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote »², et l'atteinte portée à leur droit de propriété par la mise en œuvre du *squeeze out* sera compensée par une « indemnité »³.

Titres concernés. D'un point de vue du droit des biens, *au sens strict*, Monsieur le Professeur Dross, au détour d'une conversation, nous faisait savoir qu'il ne voyait qu'une « modification substantielle » du droit de propriété de l'actionnaire passant d'une société cotée à une non cotée. Pour autant, ce constat ne peut s'avérer parfaitement exact sur un marché dont l'efficience est garantie par la liquidité, et eu regard aux caractéristiques du contrat d'investissement auquel adhère l'actionnaire. Le retrait portera donc, sauf exception, sur les titres de capital, ainsi que sur les titres de droits de vote. Pour que le retrait obligatoire puisse opérer, il faudra néanmoins que le titre existe. De sorte que les titulaires d'*options* de souscription d'actions devront les exercer préalablement si cela est possible. L'actionnaire majoritaire devra négocier avec eux les conditions du rachat, qui ne pourra être forcé⁴.

À propos de l'expert. Un expert indépendant est alors désigné⁵ ; autrefois, celui-ci devait recevoir un agrément de l'AMF, mais depuis la loi du 31 mars 2006 il est nommé par la société cible. Celui-ci aura vocation à rassurer les dirigeants sociaux⁶, à prévenir d'éventuelles situations de conflits d'intérêts et à assurer la protection des minoritaires⁷. Cet expert doit bien entendu être un expert accoutumé de la finance ; il peut s'agir d'un expert-comptable, d'un établissement de crédit, d'une société de bourse, d'une maison de titres, d'un bureau d'études financières, d'une société d'assurance⁸. Néanmoins, certains auteurs s'interrogent sur la diversité des profils précités ; qu'y a-t-il de commun entre « un expert-comptable et une grande banque d'affaires⁹ ? ». Toutefois, de manière assez intuitive, il semblerait que ce choix sera fonction du secteur d'activité concerné, de la taille de la société ou encore de

¹ Schmidt D., « Les droits des minoritaires et les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 257

² Art. L.433-4, II et III Code mon. fin. – art. 237-1 et 237-14 RG AMF.

³ Le terme « indemnisation » ne fait pas référence à la réparation d'un préjudice, mais correspond « strictement à l'évaluation des titres dont le transfert est ordonné », Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 494

⁴ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 475

⁵ Art. 261-1 RG AMF

⁶ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 486

⁷ Rérolle J.-F., Schmidt D., « L'an I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°5, sept. 2007, étude 15

⁸ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 486

⁹ De Vauplane H., « L'évaluation financière indépendante, nouvelle protection des actionnaires ? », *Revue Banque et Droit*, n°671, juillet-août 2005, p. 98

l'importance de l'opération. Au surplus, peut-être que cela permet une meilleure approche de la situation en cause par une meilleure connaissance du type d'opération envisagée. S'agissant des sociétés cotées, la pratique remarque à ce titre que se retrouvent souvent les mêmes experts, parmi lesquels *Ricol Lasteyrie*, *Finexsi*, ou encore *Ledouble*.

Principes. Quelques principes encadrent la mission de l'expert indépendant, quelle que soit la méthode employée. Il doit en premier lieu respecter un principe d'examen critique, en considérant l'ensemble des informations fournies. En second lieu, celui-ci doit bien entendu s'en tenir à un principe de transparence, dont les sources d'information, les données, le choix ou l'exclusion d'une méthode doit être clairement indiqué et justifié. Enfin, il se doit de respecter un principe de cohérence et de pertinence des informations, en vertu duquel il s'assure de la cohérence des informations entre elles, du choix de la méthode, de l'échantillon d'étude retenu¹.

Indépendance. Cet expert doit également garantir son indépendance ; il ne doit pas se trouver en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre ou leurs conseils², et il se doit de déclarer au travers d'une attestation d'indépendance, tout lien passé, présent ou futur, qui pourrait affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement³ ; une indépendance juridique, financière, mais aussi morale. Le rapport Naulot fait aussi référence à « l'apparence d'indépendance », c'est-à-dire au « jugement que porterait un investisseur raisonnable et normalement informé sur la capacité de l'expert à exercer un jugement objectif et impartial sur toutes les questions que peut soulever sa mission »⁴. L'AMF publiait par la suite une instruction dressant une liste non limitative de cas dans lesquels l'expert était présumé être en conflit d'intérêts⁵. Néanmoins, certains relevaient une « faille » dans le système, dans la mesure où l'expert reste le « seul juge de son indépendance », puisqu'il lui suffira de mentionner et justifier dans sa déclaration, une situation créant un risque de conflit d'intérêts, mais qu'il considère comme n'étant pas susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement⁶.

Améliorations. Peut-être qu'à l'image de l'expertise de gestion, un groupe d'actionnaires pourrait demander à l'AMF la désignation d'un autre expert. Il a d'ailleurs été prouvé que certains actionnaires souvent emmenés par Colette Neuville, au terme d'une opposition assez

¹ Nussenbaum M., Vassogne T., « Les attestations d'équité et expertise indépendante », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molféssis (dir.), Lexisnexus Litec, 2009, p. 445

² Art. 261-4, I RG AMF

³ Art. 261-4, II RG AMF

⁴ Naulot J.-M., « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées », *Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, n°13, avril 2005

⁵ AMF, Instruction n°2006-08 relative à l'expertise indépendante

⁶ Art. 261-4 RG AMF ; Rérolle J.-F., Schmidt D., « L'an I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°5, sept. 2007, étude 15

marquée, obtenaient *in fine* une indemnisation plus élevée que celle initialement proposée par l'expert ; *Buffalo Grill*¹, *Jet Multimédia*², *Orchestra*³, en sont trois exemples illustratifs. Cette dernière affaire *Orchestra* conduisait les auteurs du *Vernimmen* à faire quelques propositions parmi lesquelles ; une rémunération de l'expert d'au minimum cinquante mille euros par expertise indépendante pour une meilleure qualité de l'expertise, un droit d'agrément de l'AMF, qu'elle exercerait directement ou via un comité *ad hoc*⁴.

Mission. L'expert aura vocation à apprécier l'évaluation faite par l'initiateur éventuellement assisté de son banquier. Il établira alors un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération concernée⁵ qui sera ensuite diffusé⁶, et dont la conclusion prendra la forme d'une attestation d'équité⁷. Si antérieurement il se limitait à une revue des travaux effectués par les banques présentatrices⁸, il doit désormais effectuer un réel travail complet d'évaluation. Pour cela, il devra disposer d'un délai suffisant qui ne peut être inférieur à quinze jours⁹. Le rapport Naulot, dans sa recommandation numéro huit, préconisait un délai minimum de vingt jours. Toutefois, certains auteurs s'élevaient contre ce type de standard, mettant en lumière le fait qu'il serait difficile pour un expert de procéder à une analyse détaillée de la société en si peu de temps¹⁰. Un auteur fait d'ailleurs remarquer que ce type de pièces contribue également, dans d'autres matières, à la justification du caractère normal des opérations réalisées par les sociétés cotées¹¹ ; d'où le rôle crucial de l'expert.

Indemnité. S'agissant de l'indemnité, la matière a évolué au gré des réformes, et principalement de la réforme du 31 mars 2006 prévoyant la possibilité de mettre en œuvre le retrait obligatoire à l'issue de toute offre publique. De manière générale, cette indemnité correspond à l'évaluation des titres transférés, et à ce titre, la cour d'appel de Paris a pu décider qu'il n'est « nullement une composante particulière qui rendrait l'indemnité nécessairement supérieure à l'évaluation équitable des titres visés par l'offre de retrait »¹².

À l'issue d'une offre de retrait. À propos de l'indemnité versée lors du retrait obligatoire, la directive *OPA* dans son article 15,2), désigne le « juste prix ». Toutefois, le Code monétaire et

¹ Honoré B., « Buffalo Grill : les actionnaires minoritaires contestent l'OPR », *Les Echos*, le 21/02/2006

² Pinaud O., « Le rachat de SFR par Jet Multimédia contesté », *La Tribune*, le 09/04/2009

³ De Roulhac B., « Le dossier Orchestra révèle les limites de l'expertise indépendante », *L'Agefi*, le 07/01/2015

⁴ Quiry P., Le Fur Y., « Comment redonner à l'expertise indépendante ses lettres de noblesse ? », *Lettre Vernimmen n°127*, nov. 2014

⁵ Art. 262-1, I RG AMF

⁶ Art. 262-2, I RG AMF

⁷ Art. 262-1, I RG AMF

⁸ Nussenbaum M., Vassogne T., « Les attestations d'équité et expertise indépendante », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 441

⁹ Art. 262-1, II RG AMF

¹⁰ De Vauplane H., « L'évaluation financière indépendante, nouvelle protection des actionnaires ? », *Revue Banque et Droit*, n°671, juillet-août 2005, p. 100

¹¹ Entraygues G., « Avant-propos sur l'interaction entre droit boursier et droit fiscal », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 258

¹² CA Paris, 5 mai 1998, *Tissot et Poli c/ Genefim* : Caussain J.-J., Viandier A., *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°32, 1998, p. 1303

financier¹ quant à lui, fait indirectement référence à « l'évaluation multicritères »². Cette évaluation multicritères conduira à ce qu'une fourchette soit proposée, et qui pourra naturellement différer d'un expert à l'autre, au vu des critères pris en considération par chacun.

À l'issue de toute offre. Pour ce cas de figure, l'article L.433-4, III du Code monétaire et financier prévoit cette fois-ci que : « (...) l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation mentionnée au II ». Si la règle est similaire à la précédente, elle n'est pour autant pas identique, puisqu'est fait référence au prix proposé lors de la dernière offre. Certains auteurs mettent en lumière le fait que cette alternative est finalement source de confusion dans la mesure où ne sont indiquées les circonstances dans lesquelles l'une ou l'autre méthode doit être employée³. Par ailleurs, dans ce cas de figure, une indemnité en titres est envisageable, à condition qu'un règlement numéraire soit proposé à titre d'option⁴.

Méthode d'évaluation. La lecture combinée des articles 237-2, al.2 et 237-16, II du règlement général de l'AMF, et de l'article L.433-3, II du Code monétaire et financier, conduisent à appliquer une méthode d'évaluation multicritères, qui implique alors à une pondération de plusieurs critères et qui peut conduire à en écarter certains⁵. Les critères retenus doivent pour autant satisfaire tant l'intérêt général du bon fonctionnement du marché, que l'exigence de loyauté des transactions⁶, ce qui a par exemple pu conduire la cour d'appel de Paris à prendre en compte l'incidence éventuelle de procédures judiciaires en cours⁷. L'évaluation des titres de la société visée tiendra compte selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité⁸. Selon certains auteurs, cette analyse multicritères conduit à des contestations plus nombreuses et par voie de conséquence à allonger le contentieux, lui

¹ Art. L.433-4, II Code mon. fin.

² Cette appellation n'apparaît pourtant ni dans la loi, ni dans le règlement général de l'AMF, et trouve surement son fondement dans la diversité des paramètres à prendre en compte cités dans la loi, pourtant différents de ceux utilisés par la pratique ; Drummond F., Schmidt Y., Husson B., « Le prix dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molféssis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 426

³ Drummond F., Schmidt Y., Husson B., « Le prix dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molféssis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 427

⁴ Art. L.433-4, III Code mon. fin.

⁵ CA Paris, 5 mai 1998, *Tissot et a. c/ SA Société Générale* : Bull. Joly Bourse 1^{er} sept. 1998, n°5, p. 631 ; CA Paris, 3 juill. 1998, *Géniteau c/ CMF et Sté Elyo* : Bull. Joly Bourse 1^{er} sept. 1998, n°5, p. 636

⁶ CA Paris, 1^{er} ch., sect. H, 19 déc. 2000, *cons. Armand et s. c/ SA Neptune, Soc. commerciale des eaux minérales du Bassin de Vichy* ; Frison-Roche M.-A., Germain M., Marin J.-C., Pénichon Ch., « Contrôle des critères d'évaluation dans le retrait obligatoire », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°2, Mars 2001, 88. *En particulier, il lui est apparu juste et réaliste que, dans l'appréciation qui a été faite, n'aient pas été pris en considération les résultats d'une année exceptionnelle à tous égards dans la vie de l'entreprise.*

⁷ CA Paris, 3 juill. 1998, *Géniteau c/ CMF et Sté Elyo* : Bull. Joly Bourse 1^{er} sept. 1998, n°5, p. 636 ; Darrois J.-M., Dompé M.-N., « Le contentieux en matière d'offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molféssis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 85

⁸ Art. 237-2 et Art. 237-16 RG AMF

préférant le principe du prix le plus élevé payé par l'offrant, ayant le mérite de la simplicité et de l'absence de contestation¹.

Rôle de l'organe de décision. Le rapport de l'expert sera ensuite présenté au conseil d'administration ou de surveillance, dans la plupart des cas, qui appréciera alors les conditions financières de l'offre afin de rendre son avis motivé². À la lecture des notes d'information adressées en réponse aux offres initiées par *Nokia* sur *Alcatel-Lucent*³, ou à l'offre initiée par *XPO Logistics* sur *Norbert Dentressangle*⁴, il est possible de constater que ces avis sont particulièrement fournis et se réfèrent principalement au rapport établi par l'expert indépendant qui peut être reproduit en tout ou partie dans ladite note. Ces notes en réponse paraissent alors inciter les dirigeants à être particulièrement diligents dans leurs choix de gestion, cette note pouvant servir de support à une éventuelle contestation. Hormis les quelques modifications mentionnées, il semblerait que la protection des minoritaires soit, de ce point de vue, assurée et satisfaisante.

B. Le rôle exercé par l'Autorité des marchés financiers

L'AMF exerce plusieurs missions au gré de la procédure mise en œuvre ; d'une part, elle assure un rôle d'autorisation, et d'autre part, elle effectue un contrôle de l'information.

Un rôle d'autorisation. Le rôle d'autorisation de l'AMF varie selon que le retrait obligatoire est mis en œuvre à l'issue d'une offre publique de retrait, ou bien à l'issue de toute offre publique.

Retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique de retrait. Dans ce cas, l'AMF se prononcera sur la conformité du projet d'offre, et par voie de conséquence elle autorisera le cas échéant le retrait obligatoire. Le projet d'offre dont l'AMF étudiera la conformité comporte la demande de retrait, qui sera apprécié en vertu de l'article 237-2 du règlement général de l'AMF, à l'aune des articles 231-21 et 231-22 du même règlement. L'AMF pourra alors demander à l'initiateur de modifier son projet d'offre, si elle considère qu'il porte atteinte, notamment, aux dispositions de l'article 231-3, à savoir les principes directeurs des offres publiques.

L'AMF vérifiera que les méthodes retenues sont adaptées et que les intérêts des actionnaires sont préservés. En l'absence d'élément nouveau entre l'offre de retrait et le retrait obligatoire,

¹ De Vauplane H., « L'évaluation financière indépendante, nouvelle protection des actionnaires ? », *Revue Banque et Droit*, n°671, juillet-août 2005, p. 100

² Basdevant F., « Expertise indépendante : le rôle central du conseil d'administration », *RTDF* N°3 – 2007, p. 110

³ Projet de note d'information établi par la société Alcatel-Lucent en réponse à l'OPE visant les actions et OCEANES de la société, initiée par Nokia Corporation, en date du 29 oct. 2015

⁴ Note en réponse établie par Norbert Dentressangle SA en réponse à l'OPAS visant les actions de Norbert Dentressangle SA, initiée par XPO Logistics France SAS, en date du 23 juin 2015, visa n°15-290

l'AMF pourra considérer qu'une même valeur, déterminée par application de la méthode multicritères, pourra être retenue pour le retrait obligatoire¹. Elle pourra toutefois suggérer une modification du prix², ou encore valider l'offre publique de retrait et déclarer non-conforme le projet de retrait obligatoire du fait de la méthode d'évaluation retenue³. Bien entendu, l'AMF pourra également prononcer une déclaration de non-conformité. Enfin, si elle estime qu'une autre procédure serait plus appropriée, elle pourra orienter l'initiateur vers celle-ci⁴.

Transfert automatique à l'issue d'une offre de retrait. Afin d'optimiser le calendrier de l'opération, l'initiateur peut dès le dépôt du projet d'offre faire savoir à l'AMF qu'il entend mettre en œuvre le retrait obligatoire⁵. La décision de procéder au transfert automatique à l'issue de l'offre publique de retrait doit faire l'objet d'une mesure de publicité⁶ précisant les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet. Dès la date de clôture de l'offre de retrait, les titres sont radiés puis transférés, et l'indemnité est alors versée⁷.

Transfert éventuel à l'issue d'une offre de retrait. En cas de transfert éventuel à l'issue d'une offre publique de retrait, l'initiateur doit faire connaître sa décision à l'AMF dans les dix jours suivant la clôture de l'offre ainsi que le prix proposé pour l'indemnisation⁸. Ce prix doit être au moins égal au prix de l'offre publique de retrait, mais il se peut que des éléments viennent affecter l'évaluation des titres depuis la déclaration de conformité de l'OPR ; le prix pourra alors être supérieur⁹. Peut être ici notée une faveur faite aux minoritaires, puisque seul un changement de valeur positif pourra affecter le montant de l'indemnité, et non l'inverse. L'AMF approuvera ensuite le prix proposé et arrêtera les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire¹⁰.

Retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique de droit commun. Le retrait obligatoire peut aussi intervenir, sous certaines conditions, à la suite d'une offre publique *de droit*

¹ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 508

² Décision CMF, 22 juillet 2002, n°202C0911, *Rouleau Guichard*

³ Décision AMF, 7 février 2007, n°207C067, *Jacques Bogart SA* : « Après examen du projet d'offre publique (...), l'Autorité des marchés financiers a considéré que les actions Jacques Bogart ne pouvaient pas faire l'objet d'un retrait obligatoire dans la mesure où l'évaluation multicritères produite à l'appui du projet d'offre, reposant essentiellement sur la méthode d'actualisation des flux de trésorerie, les références au marché du titre ayant une faible liquidité, et au reclassement interne au groupe familial intervenu en mai 2006, ayant une portée limitée, ne remplissait pas les conditions relatives à l'évaluation des titres dans le cadre d'un retrait obligatoire (...). Sur ces bases, l'Autorité a déclaré conforme le projet d'offre, limité à une offre publique de retrait (...) », nous soulignons.

⁴ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 509

⁵ Roy S., « Anticiper les voies de sortie de la cote ou le parcours de l'initiateur en quête de radiation », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n°04, p. 175

⁶ Art. 237-10 RG AMF

⁷ Art. 237-10, al.2 RG AMF

⁸ Art. 237-8 RG AMF

⁹ Art. 237-8, al.2 RG AMF

¹⁰ Art. 237-8, al.3 RG AMF

commun, autrement dit de toute offre publique¹. Au cas d'espèce, le retrait automatique ne pourra être mis en œuvre ; lors du dépôt du projet d'offre, l'initiateur sera tenu de faire connaître à l'AMF s'il se réserve la faculté de mettre en œuvre le retrait obligatoire², et devra faire connaître son intention dans les trois mois à l'issue de la clôture de l'offre³.

L'AMF sera alors tenue de se prononcer sur la conformité de l'offre⁴, excepté le cas où le retrait obligatoire comporte le règlement en numéraire proposé lors de la dernière offre, et (i) fasse suite à une offre publique d'acquisition en procédure normale — pour justifier de cela, certains invoquent le « plébiscite actionnarial du prix proposé par l'initiateur »⁵, autrement dit, le succès de l'offre initiale permettrait de justifier cette dispense d'une telle déclaration de conformité — ou bien (ii) parce qu'il fait suite à une offre publique pour laquelle l'AMF a disposé d'une évaluation multicritères et du rapport de l'expert indépendant (art. 237-16, I). Dans ces deux cas, le retrait obligatoire devra comporter le règlement en numéraire proposé lors de la dernière offre (art. 237-16, I).

Si l'AMF doit procéder à un examen de conformité, dans ce cas, l'initiateur devra fournir une évaluation des titres de la société visée conformément à l'article 237-6, III. La mise en œuvre du retrait obligatoire donne lieu à un projet de note d'information, à l'image de celles produites dans les conditions de droit commun, à l'exception des intentions de l'initiateur pour les douze mois à venir. Les informations relatives aux caractéristiques de la société visée seront également déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public⁶. Ensuite, l'AMF se prononcera sur la conformité du retrait obligatoire, visera la note d'information en ce sens, et un avis sera publié dans un journal d'annonces légales⁷.

Contrôle de l'information. En cas de retrait obligatoire, les règles de droit commun applicables au contrôle de l'information trouvent ici à s'appliquer. Quelques assouplissements peuvent toutefois être relevés⁸ ; par exemple, le droit applicable aux contrats conclus entre l'initiateur et les détenteurs de titres de la société visée à la suite de l'offre, ainsi que les juridictions compétentes, ne figureront pas dans la note d'information de l'initiateur⁹. Lorsque l'AMF ne se prononce pas sur la conformité du retrait obligatoire, un communiqué doit

¹ Art. 237-14 RG AMF

² Art. 237-15 RG AMF

³ Art. 237-14, al.1 RG AMF

⁴ Art. 237-16 RG AMF

⁵ Pietrancosta A., « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », *RTDF* N°3 – 2006

⁶ Art. 231-16 à 231-20 RG AMF

⁷ Art. 237-17 RG AMF

⁸ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 509

⁹ AMF, Instruction n°2006-07, relative aux offres publiques d'acquisition, art. 8

seulement être publié par l'initiateur qui indique les modalités de mise à disposition de la note d'information établie lors de la dernière offre¹.

L'AMF en garde-fou. De manière générale, l'AMF semble assurer un rôle de garde-fou, venant ainsi prémunir les actionnaires contre des offres inéquitables. La décision de non-conformité prononcée par le collège de l'AMF dans l'affaire *Altice – SFR*² en est une illustration. En effet, dans le cadre d'une offre volontaire, si la cour d'appel de Paris adoptait une position assez ferme, interdisant aux requérants de contester le prix offert sous couvert d'une critique de l'information³, il semblerait que l'Autorité de marché, étant donné une parité d'échange située en bas de la fourchette proposée par l'expert nommé en raison d'un conflit d'intérêts, se montre intransigeante quant à l'information exigée⁴. Son raisonnement semble quelque peu s'inverser et lui permet ainsi d'avoir un mot à dire sur les conditions financières d'une opération, qui en l'espèce, étaient assez opaques en raison de conventions de rémunération entre l'initiateur et la cible sur lesquelles les actionnaires minoritaires s'interrogeaient. Si ce procédé n'est pas parfaitement en droite ligne avec la lettre des textes et n'est pas tout à fait transposable au cas d'espèce, cela illustre la tendance du rôle protecteur occupé par l'Autorité de marché.

Recours juridictionnel. La décision de l'AMF, comme toute décision individuelle, est susceptible de recours devant la cour d'appel de Paris⁵, qui s'assurera du respect de la procédure, et bien entendu de la protection des actionnaires minoritaires, notamment lorsqu'elle s'assurera de la satisfaction des diverses facettes de l'analyse multicritères⁶.

Cet énoncé — peut-être un peu fastidieux — du contrôle opéré par l'Autorité de marché qui, au gré des récentes avancées se pose alors en garde-fou, offre une protection renforcée aux minoritaires qui, combinée à celle apportée par l'intervention de l'expert, semble relativement satisfaisante — *et pourrait même laisser voir un certain déséquilibre.*

§2 — Quid d'un éventuel abus de la part de l'actionnaire

Le droit processuel sera utilisé au service du marché financier (A), pour nous essayer à la qualification d'un comportement jugé abusif de certains actionnaires (B).

¹ AMF, Instruction n°2006-07, relative aux offres publiques d'acquisition, art. 9

² AMF, Décision de non-conformité, 5 oct. 2016, n°216C2262, *SFR Group*

³ Darrois J.-M., Dompé M.-N., « Le contentieux en matière d'offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 85, se référant à CA Paris, 3 juill. 1998, *Géniteau c/ COB, Suez-Lyonnaise, Elyo* : *Revue des sociétés*, 1999, p. 125

⁴ Gaudemet A., « Non-conformité du projet d'OPE d'Altice sur SFR : quatre questions, connues et moins connues », *Bull. Joly Bourse*, 01/01/2017, n°01, p. 21

⁵ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 509

⁶ CA Paris, 16 sept. 2003, *Adam et a. c/ SA Legrand et SAS FIMAF* : *Jurisdata n°2003-221173* ; Couret A., « Contrôle de la cour d'appel de Paris sur une offre publique de retrait », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janv. 2004, 51

A. Limiter le comportement abusif de certains actionnaires

À titre liminaire, il convient bien entendu de rappeler que l'objectif n'est pas de trouver une solution s'appliquant de manière systématique, mais il s'agit bien de trouver une solution réprimant les comportements d'une opportunité jugée *excessive*. Il faut bien garder à l'esprit que la frontière est assez fine entre l'actionnaire engagé et l'activiste au comportement condamnable¹ ; le droit de critique se transformant alors en droit de nuire². De surcroît, il est nécessaire de souligner l'importance d'un dispositif empreint de sécurité juridique, qui s'accommode alors de l'efficacité du marché. L'objectif sera alors de trouver un dispositif *dissuasif*, pour sanctionner les abus les plus *manifestes*, à l'image de dispositifs existants dans d'autres domaines — l'abus de droit en droit fiscal par exemple, à propos duquel les praticiens disent qu'il est, par essence, plus dissuasif qu'autre chose³. Pour autant, il semblerait qu'une solution, qu'un cadre de régulation, se fasse de plus en plus attendre par les professionnels dont Monsieur Gérard Rameix, mettant en lumière un cadre de régulation parcellaire et un nécessaire débat à l'international⁴.

Le droit des biens au service du marché financier. À l'image des comportements d'*Orfim* ou d'*Elliott*, la tentation serait, de manière assez primaire, d'utiliser le droit de propriété pour si ce n'est mettre fin, à tout le moins limiter les comportements opportunistes. En effet, de manière assez simpliste, pourrait être utilisée l'image du voisin assez désagréable au comportement abusif et dérangeant, nuisant à l'exercice normal des prérogatives de ses semblables. Et là, à la fois seront étudiés l'exercice même des prérogatives d'actionnaires, mais aussi les motifs conduisant à l'acquisition des titres. Au détour d'une conversation, Monsieur le Professeur William Dross nous faisait remarquer que ce dernier cas ne connaissait d'application concrète, et qu'il nous revenait alors d'y réfléchir.

Monsieur le Professeur Dross, présente trois théories concernant le critère de l'abus du droit de propriété, qui selon lui « dépend des considérations libérales ou sociales » de chacun⁵. La première se rattache au critère de l'intention ; il faut alors une véritable intention de nuire à autrui pour caractériser l'abus. Ce critère, qui a connu quelques applications

¹ Pour une comparaison entre les fonds *Elliott* et *Berkshire Hathaway*. Le dirigeant de ce dernier « n'aime rien tant que les transactions simples et rapides, et privilégie constamment les investissements de long terme. (...) » et « a toujours méprisé les investisseurs activistes qui bouleversent les entreprises et "foutent la trouille à tout un tas de PDG" selon ses propres termes » ; Robequain L., « La bataille des milliardaires qui passionne Wall Street », *Les Echos*, le 12/07/2017 ; Allaire Y., Dauphin F., « Les fonds activistes sont-ils utiles aux entreprises ? », *Le Monde*, le 30/10/2015

² Karila de Van J., « Le droit de nuire », *RTD civ.* 1993, p. 533 et s. ; Couret A., « Le harcèlement des majoritaires », *Bull. Joly Sociétés*, 01/02/1996, n°2, p. 112 ; De La Bastide B., « Les risques nés de la présence de minoritaires dans les opérations de restructuration », *Les Petites affiches*, 20/11/1996, n°140, p. 6

³ Siviude O., Gauthier M., Brun M.-C., Marcus A., Olléon L., « Table ronde sur la lutte contre la fraude et l'évasion fiscales », *Droit fiscal*, n°49, 8 déc. 2016, 633

⁴ Rameix G., « Les défis de la régulation des hedge funds », *Revue d'économie financière*, n°93, 2008

⁵ Dross W., *Droit des biens*, LGDJ, 2^{ème} éd., 2014, p. 74-75

jurisprudentielles, paraît toutefois un peu trop restrictif, et Monsieur le Professeur Dross, se référant au Doyen Ripert¹, souligne que ce critère sera d'autant plus étroit « que l'on considérera que sitôt qu'en voulant nuire à autrui, le propriétaire a néanmoins aussi poursuivi un intérêt propre, l'abus disparaît ». Le second critère est celui de l'intérêt ; l'abus sera caractérisé dès lors que l'exercice du droit ne présente aucun *intérêt légitime* pour son titulaire, tout en causant un dommage aux tiers. Nous imaginons dans ces deux premiers cas que les fonds trouveront facilement un intérêt à invoquer, empêchant donc de caractériser un abus. Enfin, et c'est ce dernier critère que nous préférons sûrement, il faut avoir égard à la finalité sociale du droit. Monsieur le Professeur Dross se réfère alors au Doyen Josserand : « En réalité, et dans une société organisée, les prétendus droits subjectifs sont des droits fonction ; ils doivent demeurer dans le plan de la fonction à laquelle ils correspondent, sinon leur titulaire commet un détournement, un abus de droit ; l'acte abusif est contraire au but de l'institution, à son esprit et à sa finalité »². La notion à l'aune de laquelle l'acte abusif devra être étudié est, bien entendu, celle de l'intérêt social.

Mais se présente à nous le débat insoluble, relativement théorique, de la définition de ce dernier. Dans une première conception, il comprendrait alors le seul intérêt de l'entreprise, une entité autonome répondant alors d'un intérêt propre. Cette conception institutionnelle défendue par quelques auteurs³, avait donné lieu à une application jurisprudentielle⁴, mais reste néanmoins assez en marge d'un point de vue pratique. Pour autant, s'il venait à comprendre des intérêts supérieurs, en ce compris, l'intérêt des actionnaires, notre théorie pourrait partiellement être mise à mal, tant ces genres de fonds peuvent trouver des parades justifiant leur comportement. Cette thèse contractuelle semble recevoir les faveurs d'une partie de la doctrine⁵.

De surcroît, il ne faudrait oublier la nature si particulière du contrat d'investissement par lequel est lié l'actionnaire, qui semble alors difficilement s'accommoder de la théorie relativement classique évoquée. Toutefois, Maître Dominique Bompont souligne que : « Dans la conception traditionnelle de la société anonyme, l'actionnaire a le pouvoir de prendre en assemblée les décisions les plus importantes pour l'entreprise. Ce pouvoir est la contrepartie du risque économique que l'actionnaire a accepté de prendre en investissant dans

¹ Ripert G., *La règle morale dans les obligations civiles*, Dalloz, 1949, n°98-99

² Josserand L., *De l'esprit des droits et de leur relativité. Théorie dite de l'abus des droits*. Dalloz, 1939, n°292

³ « L'intérêt social ne se confond pas avec l'intérêt égoïste des associés, encore moins avec l'intérêt personnel des dirigeants ; la société a un intérêt propre qui transcende celui des associés ; en fin de compte, il s'agit de l'intérêt propre de la société en tant que personne morale, en tant que communauté dans laquelle associés et dirigeants ne sauraient agir en négligeant l'intérêt commun et supérieur qui les domine », Cozian M., Viandier A., Deboissy F., *Droit des sociétés*, Lexisnexis, 30^{ème} éd., 2017, p. 248

⁴ CA Paris, 22 mai 1965, *Fruehauf*, JCP 1965, II, 14274 bis, concl. Nepveu ; D. 1968. 147, R. Contin

⁵ Schmidt D., « De l'intérêt social », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 1995, n°38, p. 488

le capital social. Participant du droit de propriété, sa seule limite est celle de l'abus de droit — abus de majorité, abus de minorité — quand l'actionnaire nuit à l'intérêt social dans l'exercice de son pouvoir d'imposer ou de s'opposer»¹. Dès lors, il nous semble possible d'utiliser le droit de propriété pour tenter de limiter les comportements opportunistes, que ce soit dans l'exercice des prérogatives d'actionnaires — au-delà de la seule assemblée —, ou même dans l'acquisition des titres. L'avantage d'une telle solution serait de permettre la condamnation uniforme de ce type de comportement, plutôt que de trouver des solutions disparates selon les problématiques soulevées, dont la réglementation est parfois lacunaire.

Un abus de minorité renouvelé. Pourrait également être envisagé l'abus de minorité, en proposant cette fois-ci une conception renouvelée, modernisée. En effet, il faut tout de même partir du constat que cet instrument ne reçoit pas toutes les faveurs de la doctrine, qui s'accompagne d'une utilisation assez rare du dispositif.

Classiquement, l'abus de minorité intervient au titre du contrôle des abus commis par les associés dans l'exercice de leur droit de vote. Certains auteurs proposaient alors de distinguer l'abus de minorité positif, c'est-à-dire le cas où les associés minoritaires parviennent à provoquer l'adoption d'une décision non conforme aux associés majoritaires par des manœuvres ou par surprise, de l'abus de minorité négatif, c'est-à-dire le cas où les associés minoritaires parviennent à bloquer l'adoption d'une décision par les associés majoritaires². En réalité, cette distinction n'a pas tellement lieu d'être, et cette notion a vocation à rester centrée sur l'abus de minorité négatif. La jurisprudence est par la suite venue apporter des précisions, et l'abus de minorité a été qualifié comme une attitude contraire à la société, en ce qu'elle interdit la réalisation d'un acte nécessaire à la survie de celle-ci dans l'unique dessein de satisfaire les intérêts des minoritaires au détriment de l'ensemble des associés³. De sorte que trois conditions doivent être réunies : il faut que l'attitude des associés minoritaires soit contraire à l'intérêt de la société, que l'adoption de la délibération empêchée ait permis la réalisation d'une opération essentielle à la société, et enfin que l'attitude des minoritaires ait été déterminée dans l'unique dessein de favoriser leur propre intérêt au détriment de l'intérêt de la société⁴. Un tel abus entraînera la désignation d'un mandataire de justice aux fins de représenter les minoritaires à une nouvelle assemblée et de voter en leur nom dans le sens de l'intérêt social⁵. Cette sanction reçoit alors les critiques de la doctrine, tant elle est

¹ Bompoint D., « Actionnaire. – Peu à peu, le citoyen évince l'actionnaire », *La Semaine Juridique Edition Générale*, n°48, 23 Nov. 2015, doct. 1305, *nous soulignons*.

² Pour cette distinction, Le Cannu P., « L'abus de minorité », *Bull. Joly Sociétés*, 1986, p. 429

³ Pour un arrêt parmi d'autres, Cass. com., 4 déc. 2012, n°11-25.408, *Revue des sociétés* 2013, p. 150, note Viandier A.

⁴ Le Cannu P., Dondero B., *Droit des sociétés*, LGDJ, 6^{ème} éd., 2015, p. 116

⁵ Cass. com., 9 mars 1993, n°91-14.685, P, *Flandin c/ Sté Alarme service*, *Jurisdata* n°1993-000497

compliquée¹ et hypocrite dans la mesure où le mandataire votera toujours dans le sens de l'intérêt social, c'est-à-dire dans le sens des majoritaires.

Nous pourrions alors imaginer revenir sur ce concept pour l'appliquer au cas d'espèce. Pour cela, il faudrait que l'abus de minorité puisse être caractérisé en l'absence de délibération des actionnaires dans la mesure où le processus de radiation n'est pas, par essence, un processus sociétaire. Par ailleurs, l'opération en cause pourrait être envisagée dans une conception moins rigide, ne se contentant pas uniquement d'une opération nécessaire à la « survie » de la société. Même si elle est plus souple, l'opération « essentielle » au bon fonctionnement la société devra pour autant être caractérisée avec beaucoup de vigueur. D'une part, parce qu'en terme quantitatif, il ne serait pas opportun de retenir cet abus trop largement dans la mesure où cela n'encouragerait pas les actionnaires minoritaires à exercer leur droit de vote comme ils l'entendent, craignant alors cette menace, alors même qu'ils peuvent avoir intérêt à défendre des positions opposées à celles des majoritaires. D'autre part, parce qu'en terme qualitatif, il est assez aisé pour des fonds d'invoquer l'intérêt social comme justification à leur comportement, alors même que ces justifications ne sont pas toujours empreintes de bonne foi. L'appréciation de cette notion devra alors être assez fine, se cantonnant aux abus « évidents ». Enfin, le seul intérêt des minoritaires devra être conservé dans la mesure où au cas d'espèce, les minoritaires aux comportements opportunistes ont souvent pour objectif de revendre leur participation à un prix d'or. Tel est le cas par exemple d'*Elliott* qui se trouve aujourd'hui « coincé » par la réglementation française, si protectrice des minoritaires, dans la mesure où une situation de blocage se constate chez *XPO*, ledit fonds n'ayant toujours pas revendu sa participation. Nous imaginons alors prouver cela à l'aide d'un faisceau d'indices ; notamment en ayant égard au respect ou non de la réglementation des franchissements de seuils, au *timing* des acquisitions d'actions, aux instruments utilisés.

S'il nous paraît peut-être difficile d'envisager l'expropriation des minoritaires, ou bien de les forcer à revendre leurs actions, nous pourrions au moins envisager la réparation de l'éventuel dommage commis par ceux-ci, ouvrant ainsi droit à l'allocation de dommages et intérêts² ; octroyés à la société ou bien aux actionnaires majoritaires. Dommage, nous l'aurons compris, qui pourra notamment être caractérisé par les différents frais liés à la cotation, au conflit opposant les actionnaires.

La fraude. Enfin, nous pourrions également envisager la fraude pour nous prémunir de ce type de comportement. Là surgit la question de savoir si elle peut ou non être envisagée de

¹ En ce sens Cass. com., 9 mars 1993, *Flandin* ; Merle Ph., *Revue des sociétés* 1993, p. 403

² Cass. com., 18 juin 2002, n°98-21.967, *F-D, Forges Thermal c/ Gaillard* : *RJDA* 3/2003, n°262

manière autonome. Madame le Professeur Caroline Coupet prend à ce titre deux positions¹ ; soit, la fraude peut être un élément d'un faisceau d'indices — et si tel était le cas, cet élément pourrait être envisagé avec les mesures précitées — soit, elle peut être envisagée de manière autonome. De manière générale, la fraude consiste à contourner une règle de droit impérative par des moyens qui sont, en eux-mêmes, légaux ; il faut donc une règle obligatoire éludée, une intention frauduleuse, et un moyen efficace pour éluder l'application de la loi.²

La sanction d'une telle fraude, outre les sanctions déjà étudiées, pourrait peut-être être l'annulation de la cession desdites actions, composant ainsi une minorité de blocage. Un arrêt isolé³ avait admis une telle sanction pour défaut d'*affectio societatis* — *et un raisonnement par analogie paraît ici envisageable* — après qu'une société actionnaire soit montée au capital d'une société civile immobilière à hauteur de 40 %, pour ensuite céder des actifs de la société. D'autres actionnaires avaient alors réagi en demandant l'annulation desdites cessions d'actions, pour défaut d'*affectio societatis* du nouvel actionnaire. La chambre commerciale relève ainsi que : « l'acquisition des titres de la SIIPH s'est faite par l'intermédiaire de la société LMO, "coquille vide" entre les mains de la société CMV, qui n'était animée d'aucun *affectio societatis* puisque l'opération était faite, non pas dans le but d'assurer le logement locatif des employés des sociétés hôtelières actionnaires, mais seulement dans celui d'obtenir une plus-value importante par un démantèlement du patrimoine de la société immobilière allant bien au-delà d'une simple prise de bénéfice ; qu'en l'état de ces appréciations et constatations, la cour d'appel (...) a pu déduire que les cessions d'actions étaient entachées de fraude (...) ».

Madame le Professeur Caroline Coupet souligne deux faiblesses de ce raisonnement. D'une part, cet arrêt est un arrêt isolé. D'autre part, la plupart du temps, les torts commis à la société ne sauraient être réparés⁴. Dans notre cas de figure, cette dernière remarque peut être nuancée. En effet, il semblerait que dans la majorité des cas, des fonds activistes auront plus pour objectif de faire augmenter la valeur de la société, sans lui causer de préjudice trop important donc, plutôt que l'inverse, dans la mesure où ils envisagent de céder leur participation à un prix d'or. Et par ailleurs, cette sanction permettra tout de même la radiation de la société qui viendra stopper les coûts liés à la cotation.

Afin de mener notre raisonnement à son terme, doit être envisagée la question de la preuve de ces comportements abusifs, et celle-ci doit être étudiée en amont du procès.

¹ Coupet C., *L'attribution du droit de vote dans les sociétés*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 410

² Vidal, J., *Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français – Le principe « Fraus omnia corrumpit »*, Th. Toulouse, Dalloz, 1957

³ Cass. com., 25 avril 2006, n°01-15.754, note Viandier A., *Revue des sociétés*, 2006, p. 793

⁴ Coupet C., *L'attribution du droit de vote dans les sociétés*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 310

B. Le droit processuel au service du marché financier

Pour prouver un éventuel comportement abusif, il conviendra alors de se ménager la preuve de la conformité de ladite attitude à l'intérêt social. À ce titre, nous allons comparer d'une part l'article 145 du Code de procédure civile, avec les instruments américains et anglais de *discovery* et de *disclosure*. Préalablement, nous identifierons deux éléments dont l'existence devra être prouvée ; un élément matériel, et un élément intentionnel. L'élément matériel ne sera pas le plus difficile à démontrer, il s'agira alors de l'acquisition d'une participation supérieure à un certain seuil, le respect ou non de la réglementation applicable aux franchissements de seuils, l'utilisation d'instruments permettant une prise de contrôle rampante, et la temporalité. Par exemple, dans l'affaire *XPO, Elliott* n'a pas fait de déclaration d'intention et la presse mentionne « une certaine opacité sur le coût réel et les conditions d'acquisition des titres »¹. L'élément intentionnel quant à lui, rejoindra pour partie les développements précédents à propos de l'intérêt social. Nous aurons principalement égard à la motivation dans l'acquisition. Dans certains cas, l'abus sera aisément caractérisé, mais d'autres cas mériteront une analyse beaucoup plus fine, analyse qui reviendra au juge.

L'article 145 du Code de procédure civile. Cet article relève du droit commun, et énonce que : « *S'il existe un motif légitime de conserver ou d'établir avant tout procès la preuve de faits dont pourrait dépendre la solution d'un litige, les mesures d'instruction légalement admissibles peuvent être ordonnées à la demande de tout intéressé, sur requête ou en référé.* ». L'utilisation de cet instrument probatoire se fait sous le contrôle du juge, contrairement aux instruments anglo-saxons. Par ailleurs, la partie n'est pas tenue d'apporter des éléments de preuve qui lui seraient défavorables² ; les parties sont libres d'apporter les éléments qu'elles souhaitent. Concernant le domaine de cet instrument, les mesures doivent être ciblées et les informations demandées précises ; il ne s'agit pas d'une « mesure générale d'investigation »³. Le juge occupe ici un rôle prépondérant puisqu'il vérifiera l'existence d'un motif légitime, la proportionnalité de la mesure, une éventuelle atteinte au secret professionnel et au secret des affaires⁴, au secret bancaire ou encore à la vie privée par exemple. Un équilibre devra être trouvé entre tous ces intérêts⁵. La chambre commerciale est venue très tôt préciser qu'en cas de refus de transmission de documents à la suite d'une ordonnance, il ne peut être exigé de saisie ou de confiscation par un huissier quand une

¹ Rolland S., « XPO Logistics s'attaque au fonds Elliott », *L'Agefi Hebdo*, le 16/07/2015

² Kirry A., Chapron R., « Un outil probatoire méconnu : l'utilisation de la procédure de discovery devant les tribunaux français », *Gaz. Palais*, 10 déc. 2012, n°344

³ Cass. civ 2^{ème}, 7 janv. 1999, n°97-10.831

⁴ Cass. civ 1^{ère}, 3 nov. 2016, n°15-20495

⁵ Adler H., Haeri K., « Mesures d'instruction in futurum : le secret des affaires est dans la balance », *Option Droit et Affaires*, le 23/08/2017

astreinte aurait pu simplement être demandée¹. Il ne pourrait non plus être admis une perquisition civile, alors même que la remise spontanée des documents concernés n'ait été demandée². Seules des sanctions civiles peuvent être prononcées, non négligeables certes, mais incomparables avec les sanctions anglo-saxonnes.

Le *discovery* de droit américain. Le *discovery*, régi par la *Rule 26 de la Federal Rule of Civil Procedure*, impose aux parties de produire toutes les informations en lien avec le litige, qu'elles soient ou non favorables. À titre informatif, les américains ne se limitent pas aux justiciables issus d'un pays de *Common Law*, mais cette procédure a vocation à s'étendre quel que soit le système juridique concerné ; d'où une récente directive européenne contenant une procédure de blocage³ afin de limiter cette intrusion dans certains domaines. Le domaine de cet instrument procédural est nettement plus étendu que celui de l'article 145 du Code de procédure civile, dans la mesure où il appartiendra au requérant d'apporter tous les éléments de preuve dont il dispose, même s'ils ne sont pas nommément désignés et qu'ils lui soient favorables ou non. Cette mesure s'apparente alors à une mesure d'investigation, permettant de connaître d'une situation dans son ensemble⁴. Enfin, contrairement à la procédure française, un motif légitime n'aura pas à être démontré, même si l'instrument ne saurait être utilisé à titre de manœuvre, pour contourner les lois de la preuve⁵.

Les sanctions⁶ sont également beaucoup plus lourdes aux États-Unis en cas de non-respect de cette obligation. Le justiciable pourrait ainsi être condamné pour *contempt of court*, c'est-à-dire pour outrage à la justice, son recours pourrait être rejeté en tout ou partie, il pourrait être jugé sans pouvoir faire valoir ses droits de la défense, ou bien, les faits allégués par le plaignant considérés comme établis, suivant ainsi la formule « qui ne dit mot consent »⁷. Des sanctions qui sont donc particulièrement dissuasives pour les justiciables. Il faut pour autant garder à l'esprit ce moyen de preuve, dans la mesure où il pourra être utilisé si l'une des parties se trouve aux États-Unis, sous certaines conditions⁸.

¹ Cass. com., 16 juin 1998, n°96-20.182, *Société SRIM contre Société Coffima*

² Cass. civ 2^{ème}, 16 mai 2012, n°11-17.229

³ Directive (UE) 2016/943 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016, sur la protection des savoir-faire et des informations commerciales non divulguées (secrets d'affaires) contre l'obtention, l'utilisation et la divulgation illicites, JOUE 15/06/2016, n°L157/1

⁴ Thieffry P., « Quelques aspects comparés de la procédure civile en France et aux Etats-Unis », *Revue internationale de droit comparé*, Vol. 36 n°4, octobre-décembre 1984, pp. 783-825

⁵ En ce sens, la décision américaine : *Aventis c/ Wyeth*, 2009 US Dist., *Lexis 105422 (SDNY, 9 nov. 2009)*

⁶ Section 442 (1) (b) *Restatement (Third) of Foreign Relations Law* : « *Failure to comply with an order to produce information may subject the person to whom the order is directed to sanctions, including finding of contempt, dismissal of a claim or defense, or default judgment, or may lead to a determination that the facts to which the order was addressed are as asserted by the opposing party* ».

⁷ Lenoir N., « La collecte des preuves dans le cadre des procédures judiciaires : l'amorce d'un dialogue entre la France et les Etats-Unis ? », *Les Petites affiches*, 4 juin 2014, n°111 – p. 6

⁸ Kirry A., Chapron R., « Un outil probatoire méconnu : l'utilisation de la procédure de discovery devant les tribunaux français », *Gaz. Palais*, 10 déc. 2012, n°344. Pour que celle-ci trouve à s'appliquer, trois conditions doivent être réunies que sont : (i) la personne auprès de laquelle les preuves sont recherchées doit résider ou se trouver dans le ressort du tribunal devant lequel la demande est présentée, (ii) les preuves recherchées doivent être destinées à être utilisées dans le cadre d'une procédure devant un tribunal étranger ou international – *les tribunaux américains se contentent d'une possibilité raisonnable d'une action en justice*, (iii) le demande doit émaner d'un tribunal étranger ou international.

Pratique. À ce titre, nous comprenons que l'instrument américain pourrait s'avérer relativement efficace pour lutter contre les comportements d'une opportunité *excessive* de certains fonds.

Nous observerons d'ailleurs que se tient une procédure de *discovery* entre *Elliott* et *XPO*, et tant les tribunaux français¹ qu'américains² connaissent de cette procédure. Avant tout, il faut revenir rapidement sur les argumentations de chacune des parties. *XPO* avance que la *Bank of America* ramassait toutes les actions possibles sur le marché, pour ensuite les livrer plus tard à *Elliott* au moyen de produits dérivés ; notamment des *CFD (Contracts For Difference)*³. De sorte que les avocats de *XPO* demandent que ledit fonds soit privé de ces titres « puisqu'ils ont été acquis par des moyens illégaux dans le but de bloquer de façon déloyale une opération financière »⁴ et qu'ils soient ainsi rétrocédés à la banque. À l'inverse, *Elliott* « accuse *XPO* de vouloir spolier les actionnaires minoritaires du groupe français », et demande la désignation d'un expert indépendant « pour s'assurer que les intérêts des minoritaires soient préservés ». *Elliott* revendique ne pas être un spéculateur, et croit au potentiel du rapprochement entre *XPO* et *Norbert Dentressangle*, tout en contestant le prix de l'offre. Le fonds affirme alors agir en toute transparence et respecter la réglementation applicable.

Dès l'année 2015, la procédure de *discovery* a été mise en œuvre, et a permis de mettre en lumière les véritables intentions d'*Elliott*, notamment via un courriel adressé à Monsieur Singer, gérant dudit fonds, par l'un de ses salariés expliquant que « Notre objectif est d'atteindre un niveau de participation de 5 % pour empêcher le retrait obligatoire et essayer d'obtenir une augmentation de la valeur de l'offre pour nos actions ». Un autre message énonçait qu'« Il est crucial pour la constitution de notre position que personne ne connaisse nos intentions et quel travail nous faisons ». La procédure a aussi mis en évidence un courriel « qui fait état d'une enquête bouclée sur la personnalité du patron de *Norbert Dentressangle* » et de la commande d'une autre enquête sur Monsieur Jacobs, patron et fondateur de *XPO*, « sa fortune et son comportement, particulièrement en situation de conflit »⁵. Ces derniers éléments étant corroborés par le départ inattendu, le 3 septembre 2015, soit moins de deux mois après la clôture de l'OPA, du président du Directoire de *Dentressangle*, alors même que le groupe américain, dans sa note d'information du 23 juin visée par l'AMF, affirmait avoir « l'intention d'assurer la continuité du management de ND à la suite de la réalisation de l'offre et de le fidéliser pour l'avenir » et de « maintenir le centre de décision des activités

¹ Notamment T. com., Paris, 29 juillet 2015, *Elliott c/ XPO Logistics*

² United States District Court Southern District of New-York, *In re Application of XPO Logistics, inc. 15-MC-205 (LGS)(SN)*, 22/05/2017

³ Rolland S., « XPO Logistics s'attaque au fonds Elliott », *L'Agefi Hebdo*, le 16/07/2015

⁴ Jacquin J.-B., « Dentressangle : un duel américain devant la justice française », *Le Monde*, le 11/09/2015

⁵ Jacquin J.-B., « Dentressangle : un duel américain devant la justice française », *Le Monde*, le 11/09/2015

logistiques européennes de la Société à Paris » comme le « garant de la continuité managériale et du maintien des centres de décision en France »¹. *Dentressangle* répondait par un avis favorable à l'offre dans sa note en réponse². Le 10 septembre 2015, Colette Neuville, présidente de *l'Association de défense des actionnaires minoritaires* (ADAM), demandait à l'AMF d'ouvrir une enquête pour « information trompeuse »³ donnée par *XPO Logistics*. *XPO* assignait *Elliott* en justice en l'enjoignant de ne pas céder ses titres *Norbert Dentressangle* à d'autres investisseurs que lui-même, tandis que le fonds demandait un gel de l'intégration de la cible dans la maison mère. Une bataille judiciaire s'en suit, mais c'est bien l'instrument procédural qui nous intéresse ici.

Le *disclosure* britannique. Au vu des inconvénients que présente la procédure de *discovery* notamment en termes de délais ou en termes de coûts, les anglais ont alors décidé de faire évoluer leur procédure de *discovery*, et ainsi la nommer *disclosure*. Celle-ci est régie par les *Civil Procedure Rules* et laisse une plus grande place au juge, qui pourra notamment limiter la divulgation d'informations. Par certains aspects, cette procédure tend donc à se rapprocher de la procédure française.

Opportunité. En utilisant ces instruments anglo-saxons, la preuve sera forcément rapportée d'un comportement possiblement abusif d'un fonds, tant les sanctions d'une non-coopération sont importantes. *In fine*, c'est bien au juge qu'il reviendra de statuer et d'apprécier les éléments en présence. Si l'efficacité du dispositif semble incontestable, il n'en demeure pas moins qu'une réserve peut tout de même être émise. En effet, dans l'affaire *XPO*, nous voyons bien que le juge aura alors accès à des courriels internes, et plus généralement à des données très confidentielles. Cependant, il ne faudrait que le juge vienne alors à s'immiscer dans la gestion de l'entreprise en critiquant les choix opérés par la direction, ou par les investisseurs ; c'est la raison pour laquelle nous entendons uniquement limiter les comportements d'une opportunité *manifeste* ou *excessive*.

Section 3 : Les mesures complémentaires envisageables

Avant tout sera menée une réflexion sur le régime d'intégration fiscale que de nombreuses sociétés souhaitent rejoindre (§1), pour ensuite s'intéresser à la transposition, au cas d'espèce, des mécanismes visant à bloquer les mouvements de titres durant une période déterminée (§2).

¹ Note d'information relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société *Norbert Dentressangle* initiée par *XPO Logistics France SAS* présentée par *Morgan Stanley*, et déclarée conforme par l'AMF le 23 juin 2015, visa n°15-290

² Note en réponse établie par *Norbert Dentressangle SA* en réponse à l'OPAS visant les actions de *Norbert Dentressangle SA*, initiée par *XPO Logistics France SAS*, en date du 23 juin 2015, visa n°15-290

³ Jacquin J.-B., « Colette Neuville demande une enquête sur *Norbert Dentressangle* », *Le Monde Economie*, le 11/09/2015

§1 — Réflexion sur l'intégration fiscale

Cette réflexion s'articulera autour de l'étude de l'abaissement du seuil de l'intégration fiscale (A), et une réflexion plus générale sera menée sur le régime dans son ensemble (B).

A. L'abaissement du seuil de l'intégration fiscale

Cette étude est peut-être un peu ambitieuse, mais il est intéressant d'examiner de manière plus précise le régime d'intégration fiscale car nombreuses sont les sociétés qui souhaitent sortir de bourse notamment pour intégrer un schéma d'intégration fiscale¹. Les questions de fiscalité ne sont jamais étrangères aux offres publiques. Bien entendu, quant à la fiscalité des particuliers notamment avec les enjeux des régimes d'exonération d'ISF en matière de pacte Dutreil dans l'affaire *Hermès – LVMH* ou dans la récente affaire *Safran – Zodiac*. Mais c'est nécessairement la fiscalité des entreprises qui est aussi concernée, et il faut alors être attentif à l'interaction entre le droit boursier et le droit fiscal².

La cotation entraîne des conséquences indéniables sur la fiscalité, et « l'accès à la bourse signifie en effet l'acceptation d'actionnaires minoritaires inconnus des dirigeants, et l'acceptation d'un univers régulé comportant des obligations renforcées d'information sur les intentions, les prévisions et les résultats, alors que la fiscalité est un domaine qui se gère plutôt dans une certaine confidentialité. En contrepartie de cette ouverture du capital et de cette plus grande transparence, les sociétés cotées bénéficient parfois d'une réglementation fiscale plus favorable ou moins exigeante, notamment lorsque l'application d'une mesure incitative ne risque pas d'être utilisée de manière abusive au sein d'un groupe »³.

La loi du 30 décembre 1987⁴ instituait un taux élevé de participation pour rejoindre un schéma d'intégration fiscale, puisque l'article 223 A du Code général des impôts (GCI) disposait déjà que : « Une société, dont le capital n'est pas détenu à 95 p. 100 au moins directement ou indirectement, par une autre personne morale passible de l'impôt sur les sociétés, peut se constituer seule redevable de l'impôt sur les sociétés dû sur l'ensemble des résultats du groupe formé par elle-même et les sociétés dont elle détient 95 p. 100 au moins du capital, de manière continue au cours de l'exercice, directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés du groupe. Dans ce cas, elle est également redevable du précompte et de l'imposition forfaitaire annuelle dus par les sociétés du groupe ».

¹ Anselmi F., « Les retraits de cote restent complexes à Paris », *L'Agefi Hebdo*, du 16 au 22 juin 2011, p. 36 ; « un enjeu crucial autour de l'intégration fiscale ».

² Entraygues G., « Avant-propos sur l'interaction entre droit boursier et droit fiscal », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 257

³ Entraygues G., « Avant-propos sur l'interaction entre droit boursier et droit fiscal », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 257

⁴ Loi n° 87-1060 du 30 décembre 1987, parue au JO du 31 décembre 1987

Le taux de participation de 95 % était identique à celui en vigueur, nous dit-on, dans le souci de protéger les intérêts des minoritaires¹. Ce choix s'explique par le fait que la consolidation fiscale peut être d'autant plus poussée que le périmètre d'intégration est étroit, et que toutefois, ce périmètre se trouve tout de même élargi par le mécanisme résultant de la loi de finances de 1988, via la prise en compte des participations indirectes.

Nous pouvons dès lors nous interroger sur l'abaissement dudit seuil, dans la mesure où quelques cas de radiation seraient sûrement évités — même si le fait de rejoindre une intégration n'est sûrement pas le seul et unique motif de radiation, et que par ailleurs la protection des actionnaires minoritaires ne nous semble guère remise en cause.

Pour autant, si *prima facie*, l'abaissement de ce seuil peut paraître comme étant une heureuse solution, deux objections doivent être émises. D'une part, via les mécanismes de détention indirecte, il semblerait que ce seuil ne soit pas si difficile à atteindre que cela. En effet, trois règles successives sont à appliquer pour calculer le seuil de détention de 95 % des droits aux dividendes et des droits de vote. En premier lieu seront multipliés les taux de détention successifs. Il faudra ensuite ne retenir les sociétés intermédiaires dans le calcul qu'à la condition qu'elles fassent elles-mêmes partie du groupe. À la suite de la décision *Papillon*², le législateur a admis qu'il était possible d'intégrer une sous-filiale française lorsqu'elle est détenue par une société située dans l'Union européenne, qui est elle-même la filiale de la société mère du groupe français. Il faudra toutefois que la société étrangère remplisse les critères qui lui auraient permis d'être intégrée si elle avait été française. Enfin une filiale intégrée est considérée comme détenue à 100 % pour le calcul de la participation indirecte. De sorte qu'*in fine*, il est rare qu'une société ne remplisse pas la condition dudit seuil, et donc les conditions pour faire partie d'une intégration fiscale.

D'autre part, le champ de notre étude met en perspective les sorties de cote, au regard d'un régime relativement attractif et prisé, mais dont les conséquences ne sont pas négligeables pour l'État d'un point de vue budgétaire. Ce régime est en effet, comme une étude récente l'a montré, un outil de compétitivité des entreprises françaises³. La présente étude rappelait d'ailleurs que le rapport annuel de 2011 de la Cour des comptes et l'annexe au projet de loi de finances pour 2016, proposait d'ajouter à la liste des niches fiscales l'intégration fiscale, ce qui n'est bien entendu pas en adéquation à l'objectif poursuivi

¹ « Une nouvelle branche de la fiscalité des entreprises – L'institution d'une taxation spécifique des groupes de sociétés », *Droit fiscal* n°1, 6 janvier 1988, 10000

² CJUE, 4^e ch., 27 nov. 2008, aff. C-418/07, *Sté Papillon* : *Rec. CJCE* 2008, I, p. 8947

³ Rutschmann Y., Durand P.-H., « Le système d'intégration à la française face aux exemples étrangers », *Droit fiscal* n°39, 29 sept. 2016, 511

initialement par le législateur. Dans ce même rapport, le coût budgétaire de l'intégration fiscale était évalué à près de vingt milliards d'euros¹.

Il apparaît alors peu opportun de proposer un abaissement du seuil de l'intégration fiscale, uniquement pour contourner les difficultés liées à la radiation, au vu des effets que cela pourrait avoir d'un point de vue budgétaire, mais il convient d'avoir une réflexion plus globale.

B. La philosophie du régime

Cela nous amène ainsi à réfléchir à la philosophie du système en lui-même, et ce fut l'objet du vingt-neuvième colloque annuel du Centre d'études sur la fiscalité des entreprises de Paris (CEFEP), dossier mené par Monsieur le Professeur Gauthier Blanluet², dont l'un des sujets était de comparer notre système à celui de nos voisins anglo-saxons. En effet, l'intégration fiscale à la française a pour objet de consolider les pertes et profits de chacune des filiales sur la société mère, seule redevable de l'impôt *in fine*. À ce système de consolidation s'oppose un régime moins contraignant qui laisse les filiales plus autonomes. S'opère alors à un transfert ponctuel de pertes et de bénéfices, par une voie beaucoup plus légère et non systématique³. La suite de l'étude en question met en lumière un certain éloignement entre le régime français et le régime anglo-saxon, qui se traduit en premier lieu par un taux de détention (directe ou indirecte) différent. En France, celui-ci s'élève, comme écrit précédemment, à au moins 95 % du capital ; des droits à dividendes et des droits de vote⁴. Au Royaume-Uni en revanche, ce seuil s'élève à au moins 75 % du capital.

Pour autant, c'est la philosophie même des deux régimes qui diffère. À ce titre, peut être dressée une liste non exhaustive de différences entre l'un et l'autre régime. Tout d'abord, le droit commun s'applique pour le régime applicable aux dividendes anglais qui sont alors exonérés, alors que dans le régime français, une quote-part de frais et charges de 1 % est non neutralisée depuis l'arrêt *Stéria*⁵. Par ailleurs, dans le régime anglais du *Groupe Relief*, aucune neutralisation n'a lieu pour les subventions intragroupe, alors que pour ce qui est du régime français, le principe est celui de la neutralisation. Pour les cessions intragroupe ensuite, le principe français est toujours celui de la neutralisation, alors qu'il n'est pas si fermement affirmé au Royaume-Uni. Aussi, s'agissant de la déduction des charges financières, les règles

¹ Cour des comptes, Synthèses du Rapport public annuel, 2011, p. 15

² Blanluet G., « L'intégration fiscale : un régime menacé ? » Actes du 29^{ème} colloque annuel du CEFEP, tenu le 22 juin 2016, *Droit fiscal* n°39, 29 sept 2016, 510

³ Rutschmann Y., Durand P.-H., « Le système d'intégration à la française face aux exemples étrangers », *Droit fiscal* n°39, 29 sept. 2016, 511

⁴ Articles 223 A et s. CGI

⁵ CJUE, 2e ch., 2 sept. 2015, aff. C-386/14, *Groupe Steria SCA*

de sous-capitalisation s'appliquent au niveau du groupe intégré en France, alors que le principe est celui d'une application individuelle au Royaume-Uni, sous réserve de certaines exceptions. Par ailleurs, la fin du groupe d'intégration français entraînera un certain nombre de déneutralisations, ce qui est l'un des inconvénients majeurs du régime, qui mérite d'être pris en compte.

Nous estimons donc qu'un régime plus flexible, à l'image du régime anglo-saxon¹ pourrait inspirer le législateur français, au moins sur certains points, mais nous laisserons les fiscalistes s'exprimer sur une véritable transformation du régime. Dès à présent, nous étudierons un autre mécanisme, boursier cette fois-ci, qu'est le blocage des mouvements de titres.

§2 — Le blocage des mouvements de titres

Pour réfléchir à cette problématique du gel des acquisitions, sera étudiée l'adaptation des mécanismes existants (A), avant de juger de l'opportunité d'une telle transposition (B).

A. L'adaptation des mécanismes existants

État des lieux. La question du blocage des mouvements de titres se pose, car plusieurs offres ont donné lieu à des contentieux relativement importants qui auraient peut-être été évités si les interventions sur les titres avaient été gelées. Monsieur le Professeur Pietrancosta met en lumière le fait que dans 90 % des transactions qui ont échoué, des activistes sont impliqués. Au sein même de ce pourcentage, la moitié de ces acteurs étaient déjà actionnaires de la société avant l'annonce de la volonté de se retirer de la cote². À l'inverse donc, la moitié des investisseurs sont devenus actionnaires après ladite annonce. C'est la difficulté à laquelle nous entendons remédier. Le cas *Radiall* est un exemple parfaitement illustratif. En effet, dans l'affaire *Radiall*, la société dépose une offre publique de rachat d'actions en janvier 2010, dans l'optique, pour le groupe familial majoritaire, de mettre en œuvre le retrait obligatoire s'il venait à détenir plus de 95 % du capital de la société. Or, ce seuil n'est pas atteint à l'issue de l'offre, puisque quatre actionnaires minoritaires se partagent 11,25 % du capital, parmi lesquels figure *Orfim*, dont la participation était passée de moins de 5 % à 6,68 % au cours de la procédure d'offre publique, du fait de l'acquisition de la participation de *La Financière de l'Échiquier*. Se met alors en place un débat autour de la notion de flottant, avec laquelle *Orfim* va jouer pendant quelque temps. *Orfim* cèdera donc par la suite une partie de ses actions, pour ne détenir plus que 4,99 % du capital, de façon à ce que la part détenue par les minoritaires, et

¹ Roc'h J., Fairhurst A., « Royaume-Uni : des atouts fiscaux indéniables pour les entreprises », *Option Finance*, le 26/05/2015

² Pietrancosta A., « "Going private transactions" in France », *Colloque, RTDF N°4 – 2013/N°1 – 2014*, p. 83

ainsi le flottant, redeviennent supérieurs à 5 %¹. De sorte que si les interventions sur les titres avaient été limitées, *Orfim* n'aurait pas pu jouer avec la règle du flottant à sa guise, empêchant ainsi la sortie de la cote.

Dès lors, ne serait-il pas envisageable de bloquer les interventions sur les titres afin d'empêcher les comportements opportunistes dès lors qu'un retrait est envisagé ?

Mécanismes existants. Le blocage des mouvements de titres est envisagé lors d'une offre publique d'acquisition et lors d'une offre publique d'échange. Il faut convenir alors d'étudier les mécanismes existants pour ensuite envisager leur adaptation au cas d'espèce.

Offre publique d'achat. Lors d'une offre publique d'acquisition, trois périodes doivent être distinguées dans le calendrier de l'offre ; la période de préoffre, la période d'offre, et la clôture de l'offre. À titre liminaire, il convient de préciser que les restrictions d'intervention mentionnées ne sont pas applicables aux acquisitions « qui résultent d'un accord de volonté antérieur au début de la période d'offre »².

La période de préoffre démarre à compter du jour de l'annonce de l'offre, autrement dit après déclaration d'intention de déposer un projet d'offre, que cette annonce ait été faite de façon volontaire ou qu'elle soit consécutive à la mise en œuvre du dispositif anti-rumeur, jusqu'au dépôt de ce dernier³. À ce sujet, l'article 231-38, II du RG AMF prévoit que « l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ne peuvent acquérir aucun titre de la société visée » ; une interdiction absolue d'intervention sur les titres est donc édictée durant la période de préoffre à propos de laquelle certains marquent leur désaccord, soulignant qu'elle créerait « un déséquilibre au détriment de l'initiateur », et qu'elle pourrait être « de nature à dissuader de potentiels initiateurs d'offre d'utiliser la procédure de l'offre publique comme instrument de prise de contrôle, préférant réaliser des ramassages préalables et discrets⁴ ». L'instauration d'une telle période visait pourtant à faire jouer les principes d'équilibre et de transparence en amont du dépôt du projet d'offre⁵.

La période d'offre est celle qui débute après le dépôt du projet d'offre, et durant laquelle les interventions seront interdites si l'offre est assortie des conditions prévues par les articles 231-10, pour les offres liées, et 231-11, pour le contrôle des concentrations⁶. À ce sujet, l'article 231-38, IV, prévoit que dans le cas d'une offre publique d'achat relevant de la

¹ « Radiant peine à sortir de la cote », *Option Finance*, le 09/05/2017

² Art. 231-38, I RG AMF

³ AMF, Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur le projet de modification des dispositions applicables aux interventions sur les titres concernés en période d'offre publique d'acquisition, 11/08/2008

⁴ Biard J.-F., « Intervention sur les titres concernés en période d'offre publique », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2008, comm. 190

⁵ Maison-Blanche C., Loy M., « Réflexion autour de la nouvelle période de pré-offre », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°2, Mars 2010, prat. 2

⁶ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 366

procédure normale, les acquisitions ne doivent pas conduire à franchir les seuils de l'offre publique obligatoire ; c'est l'idée que l'initiateur d'une offre publique volontaire, ne peut pas se mettre dans une situation d'offre publique obligatoire. Initialement, le texte comprenait également une limite fixée au prix de l'offre, mais cette contrainte fut jugée incompatible avec la règle de *best execution* et donc supprimée¹.

Enfin, l'article 231-39, I, al.2 du RG AMF, prévoit qu'entre la clôture de l'offre et la publication de son résultat, « l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui, ne peuvent acheter des titres de la société visée à un prix supérieur à celui de l'offre ». Durant cette même période, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ne peuvent céder aucun titre de la société².

Par ailleurs, l'article 231-39 du RG AMF prévoit que lorsque les acquisitions sont effectuées au-dessus du prix d'offre, il y a lieu à surenchère automatique. Pour autant, l'intervention ne doit *pas* être *abusive* et avoir pour effet de « tromper le marché ou d'évader la réglementation³ », conduisant par exemple à créer une confusion dans l'esprit du public⁴. Le Professeur Viandier précise alors que la sanction de tels abus peut prendre des formes diverses ; aménagement de l'offre, annulation des acquisitions, dommages et intérêts, sanction administrative, mais aussi, à titre conservatoire, une mesure de séquestre pourra être prononcée en cas d'intervention en forme d'acquisition. Enfin, il faut simplement mentionner le cas particulier du programme de rachat d'actions prévu par l'article 231-40 du RG AMF.

Offre publique d'échange ou mixte. S'agissant d'une offre publique d'échange, ou d'une offre mixte qui comprend en tout ou partie la remise de titres, « les personnes concernées par l'offre », ne peuvent intervenir à la fois sur les titres remis en échange, mais aussi sur les titres de la société visée durant la période de préoffre et d'offre⁵, sauf cas particulier du programme de rachat d'actions, sous certaines conditions⁶.

Cessions. L'interdiction est en revanche absolue pour les cessions jusqu'à la publication des résultats⁷.

Ces règles s'appliquent également aux « prestataires concernés », tel l'établissement présentateur⁸. Nous ne reviendrons pas sur le régime des déclarations des interventions qui semble assez secondaire par rapport aux interventions sur le marché.

¹ AMF, *Revue mensuelle*, n° 49, juillet-août 2008

² Art. 231-38, VI RG AMF

³ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 366

⁴ Offre publique Grand Bazar de Lyon, COB, *Rapport annuel* 1980, p. 90

⁵ Art. 231-41 RG AMF

⁶ Art. 231-41, al.2 RG AMF

⁷ Art. 231-38, VI RG AMF

⁸ Art 231-42 RG AMF ; Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 432

B. L'opportunité d'une telle transposition

La question se pose alors de savoir s'il est possible d'envisager de geler les acquisitions pendant la période de retrait, voire même pendant un délai après l'offre de retrait, afin notamment, d'éviter les comportements opportunistes. Le dispositif peut être envisagé à la fois cumulativement aux autres mesures proposées, ou bien alternativement.

Domaine. Il semblerait qu'un tel dispositif aurait un champ d'application *ratione personae*, relativement étendu. En effet, les actionnaires au comportement opportuniste sont généralement des actionnaires minoritaires de la société visée, et non l'initiateur de l'offre ou la société visée elle-même. Ce champ d'application se retrouve seulement dans le dispositif de l'offre publique d'échange qui vise « les personnes concernées par l'offre », et concerne à la fois la période de préoffre ainsi que la période d'offre. Nous notons déjà que l'offre publique d'acquisition n'est pas soumise aux mêmes restrictions.

De manière générale, un champ d'application à l'image de celui de l'offre publique d'échange serait-il justifié dès lors qu'un retrait est envisagé ?

Cela semble quelque peu excessif dans la mesure où par essence, cette restriction concernant l'offre publique d'échange, a d'une part vocation à lutter contre la manipulation de cours, qu'il s'agisse d'une intervention sur le titre de la société visée ou sur le titre de la société remis en échange, et d'autre part, cette limitation vise également à assurer l'égalité entre l'actionnaire qui vendra sur le marché et recevra du numéraire, et celui qui recevra des titres¹. Au cas d'espèce, l'indemnité sera forcément versée en espèces. Elle aurait pu être versée en titres si le retrait obligatoire avait suivi une offre publique d'échange, mais une option aurait tout de même été proposée en numéraire. De sorte que *ratione personae*, la restriction semble quelque peu trop importante. Peut-être faudrait-il proposer un champ d'application moins large, qui puisse tout de même empêcher ce type de comportement. L'exercice n'est pas simple, nous pourrions peut-être proposer de limiter les acquisitions permettant à un actionnaire de franchir le seuil fatidique de 5 %.

Intérêts supérieurs. Par ailleurs, cette règle visant à geler les acquisitions semblent assez antinomique avec les règles du marché dont le bon fonctionnement est caractérisé, entre autres, par sa liquidité. Ce à quoi, nous pouvons rappeler que l'intérêt du marché, nous semble être un intérêt public, et certains auteurs parlent même à ce propos d'un ordre public financier². De surcroît, la limite portée au droit de propriété semble assez excessive compte tenu des autres modifications proposées ; à savoir l'abaissement du seuil du *squeeze out*, et la

¹ Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 367

² Méadel J., *Les marchés financiers et l'ordre public*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2007, p. 25

limitation des comportements opportunistes. D'ailleurs, ce blocage ne sera plus tellement utile à supposer que le dispositif tendant à limiter les abus fonctionne correctement. Nous aurions donc une règle, par essence contraire à l'intérêt du marché et au droit de propriété, dont le champ d'application sera très — *trop* — étendu. Elle aura cependant pour mérite d'être parfaitement objective et prévisible, contrairement à la limitation des comportements opportunistes proposée précédemment. Étant entendu que les acquisitions sur le titre peuvent être justifiées, à l'extrême, par un actionnaire souhaitant acheter des actions, dans le but, non pas de faire échec au processus, mais de le faciliter, par exemple en rejoignant l'actionnaire de contrôle.

Pour qu'une telle règle puisse trouver à s'appliquer, il faudrait donc délimiter le champ d'application de manière bien plus concise, et trouver des critères adaptés pour essayer de contrer les manipulations dues aux seuils décisifs. Cette solution ne semble pas être la plus opportune. S'il est difficile de bloquer les mouvements de titres de la sorte, peut-être faudrait-il *a minima* proposer d'exclure du seuil de 5 %, les participations acquises par les actionnaires suite à l'annonce de la radiation envisagée.

Conclusion du Chapitre Premier. Le constat peut être dressé que la protection des minoritaires est largement assurée, et paraît peut-être même assez déséquilibrée, alors que le majoritaire a été soumis à de nombreuses contraintes, dont celle de parvenir à franchir le seuil de 95 % ; certains diront même que la « protection des petits minoritaires » ne constitue qu'un « alibi »¹. De sorte qu'il nous semble que l'abaissement du seuil du *squeeze out* serait une solution légitime et proportionnée, et constituerait un compromis idéal. Le droit de propriété ne doit pas non plus être élevé à un rang tel, qu'il rende impossible l'efficience d'un processus de marché.

À l'image du droit anglais, un dispositif sociétaire sera envisagé, et pourrait peut-être redonner encore plus de légitimité — si celle-ci doit être trouvée — à l'expropriation des minoritaires. En effet, au Royaume-Uni, il existe deux voies pour prendre le contrôle d'une société. Naturellement, la première prend la forme d'une offre, qui pourra ou non être amicale et conduire à un *squeeze out*. La seconde prend la forme d'un accord, d'un arrangement, intitulé *Scheme of Arrangement*, et ce type d'accord peut être utilisé comme alternative au *squeeze out*, en ce qu'il permet, toutes autres conditions par ailleurs réunies, de radier une société à l'issue d'un vote des actionnaires partie à l'accord².

La majorité des développements de la Section 1 du Second Chapitre, issue de la littérature anglo-saxonne ainsi que des textes législatifs applicables, a été traduite par nos soins ; cette traduction n'est donc qu'imparfaite.

¹ Sayer P., Senequier D., « Sortir de la Bourse pour mieux rebondir », *Les Echos*, le 29/06/2005

² Boardman N., Weng Wong H., “Public tender offers launched by French Companies in UK”, in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexus Litec, 2009, p. 750

Chapitre Second : La mise en place d'un mécanisme sociétaire

Le *Scheme of Arrangement* apparaît comme une alternative si le *squeeze out* ne venait à fonctionner, et l'offrant peut ainsi forcer les actionnaires de la cible à vendre leurs titres à l'issue d'une proposition de rachat. Cet accord devra être approuvé par l'assemblée des actionnaires de la société cible, puis entériné par la *High Court of Justice*. Ce mécanisme sera étudié de manière plus approfondie (Section 1), à l'aune de l'atteinte portée au pouvoir de gestion du dirigeant (Section 2), avant de juger de l'opportunité de la transposition d'un tel mécanisme en droit français (Section 3).

Section 1 : S'inspirer du *Scheme of Arrangement* de droit anglais

Le *Scheme of Arrangement* est un dispositif rigoureux (§1) qu'il convient d'étudier, pour ensuite juger de l'application pratique (§2).

§1 — Un dispositif rigoureux

L'éligibilité du mécanisme se trouve limitée de par son domaine, mais aussi et surtout, de par son formalisme et les contraintes procédurales qu'il engendre. L'ensemble du dispositif sera examiné (A), pour ensuite laisser place à une étude plus précise de la place occupée par les actionnaires minoritaires (B).

A. Étude d'ensemble

Un domaine limité. Le domaine du dispositif trouve sa première limite quant au compartiment sur lequel il trouve à s'appliquer. En effet, le *Scheme of Arrangement* ne peut opérer que sur le « Premium listing¹ », compartiment sur lequel les exigences seront plus élevées que celles prévues par les textes européens, et réservé aux actions des sociétés commerciales, des fonds de placement de type fermé, et des sociétés d'investissement à capital variable². Il est l'équivalent, en France, du SBF 120.

Société étrangère. Si une société étrangère est partie au *Scheme*, la *High Court* devra pouvoir identifier un lien suffisant³ entre la société étrangère et la société anglaise afin de rendre le *Scheme* effectif. Les juridictions anglaises ne sont pas particulièrement exigeantes quant à ce lien suffisant ; la présence d'actifs, d'activités, le lieu des négociations⁴, une clause attributive de juridiction ou une clause désignant la loi anglaise⁵ suffisent à caractériser ce lien. La

¹ Bagot S., Manley G., "Minority shareholders post-offer", *PLC Magazine*, August 2016

² *LR 1, Section 1.5: Standard and Premium Listing, 1.5.1 Standard and premium listing explained, G(3)*

³ Traduction du terme : « sufficient connection » ; Katz A., Shah D., "Scheme of Arrangement : An English Law Cram Down Procedure", *Mayer Brown*, disponible sur https://www.mayerbrown.com/public_docs/scheme_of_arrangement.pdf, March 2012

⁴ *Primacom Holding GmbH and others v Credit Agricole and others* [2012] EWHC 164 (Ch): the company had a sufficient connection to England & Wales because the intercreditor agreement and all finance documents were governed by the law of England & Wales and the parties had submitted to the English courts' jurisdiction.

⁵ *Rodenstock GmbH case* : the choice of English law and exclusive jurisdiction clause contained within a Senior Facilities Agreement

société de droit français *Elis* et la société de droit anglais *Berendsen* ont en ce moment même recours à cette technique sans difficulté. L'opération aura pour effet le retrait des actions de *Berendsen* de l'*Official List* et leur radiation de la cote sur le *London Stock Exchange*. À la suite du retrait de la cote des actions *Berendsen*, ladite société sera réenregistrée comme une société privée¹.

Contexte favorable. En pratique, le *Scheme* n'est recommandé que pour les transactions amicales². Autrement dit, il doit recevoir l'approbation du conseil d'administration ou de l'organe compétent, *appelé par le terme générique Board*, de la société cible, étant donné qu'un accord doit être trouvé avec les actionnaires de celles-ci³. Ceux-ci doivent donner leur accord en toute indépendance, et se prononceront sur les termes de l'offre qui doivent être équitables et raisonnables⁴. Si pour une raison ou une autre le *Board* venait à ne pas recommander cette proposition, il semble inconcevable qu'un *Scheme* puisse être mis en œuvre⁵. À deux reprises⁶ un *Scheme* avait été initié alors même qu'il s'inscrivait dans un contexte d'offre hostile, mais pour des raisons techniques et procédurales celui-ci n'a finalement pas abouti ; un contexte amical est donc indispensable. Dans le dossier *Elis* et *Berendsen*, le *Board* de la société *Berendsen*, prend la peine d'expliquer pourquoi il recommande unanimement l'opération, et invite les actionnaires à voter en faveur⁷.

Annonce. Une fois que les parties sont convenues d'utiliser la voie du *Scheme*, une annonce doit être faite. Dans certains cas, selon le profil de la cible, certaines règles du *City Code* devront être respectées⁸. Les parties doivent être très vigilantes quant à cette annonce, dans la mesure où s'ouvrira automatiquement une période d'offre de vingt-huit jours, qui ne peut être étendue qu'avec l'accord du *Panel*⁹ à la demande du *Board* de la cible¹⁰. Toutefois, une offre obligatoire en vertu des dispositions du *City code* (Rule 9), ne pourra être faite par la voie du *Scheme*, à moins que le consentement du *Panel* ait été donné. Pour cela, il aura notamment égard aux prévisions du conseil d'administration de la cible, à l'avis donné par l'expert

¹ Note d'opération *Elis*, visée par l'AMF le 27 juillet 2017, visa n°17-390, p. 98

² Bagot S., Manley G., "Minority shareholders post-offer", *PLC Magazine*, August 2016

³ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 748

⁴ Bagot S., Manley G., "Minority shareholders post-offer", *PLC Magazine*, August 2016

⁵ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 750

⁶ *Re Savoy Hotel Ltd*, 1981, and *Validus Holding Ltd, IPC Holdings Ltd (IPC)*, 2009

⁷ Scheme document, Recommended offer by *Elis SA* for *Berendsen plc* to be effected by means of a scheme of arrangement under Part 26 of the Companies Act 2006, 28/07/2017, p.7: "Part 1 – Letter from the chairman of *Berendsen* : (...) To all *Berendsen* Shareholders and, for information only, to participants in the *Berendsen* Share Schemes, (...) I am writing to you, on behalf of the *Berendsen* Board, to set out the terms of the Transaction and to explain why the *Berendsen* Board is unanimously recommending that *Berendsen* Shareholders vote in favour of the Scheme at the Court Meeting and the Special Resolution at the *Berendsen* General Meeting".

⁸ Rule 2.2 du *Takeover Code*, le profil de la cible est décrit au §3(a) de l'introduction dudit code, et suppose que les dispositions du §3(b) trouvent à s'appliquer

⁹ The *Takeover Panel* is an "independent body, established in 1968, whose main functions are to issue and administer the *City Code* on Takeovers and Mergers (the "Code") and to supervise and regulate takeovers and other matters to which the Code applies. Its central objective is to ensure fair treatment for all shareholders in takeover bids".

¹⁰ Whitelock P., "Schemes of arrangement: takeovers", *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*

indépendant, à l'échéancier¹. Par la suite, la résolution sera soumise aux assemblées des actionnaires convenues par la *Haute Cour*. *The Chairman*, autrement dit, le *Président*, devra élaborer un échéancier précis afin d'assurer le bon déroulement des assemblées. Ce dernier rendra compte de manière détaillée des résultats des votes à la cour. Pour ce faire, plusieurs professionnels sont régulièrement désignés ; un ou plusieurs scrutateurs, auditeurs, ou greffiers. Le compte rendu fait par le *Chairman* constituera la preuve que le *Scheme* a été adopté par la majorité requise.

Convocation de l'assemblée². Dans un premier temps, une demande doit être faite à la *Haute Cour* par la société cible, ou bien par un ou plusieurs de ses actionnaires, afin de réunir lesdits actionnaires au sein d'une assemblée.

La divulgation du *Scheme document*³. Dès lors qu'une première assemblée est organisée, le *Scheme document*, autrement dit le projet d'accord, devra être diffusé, et une convocation doit être adressée à chaque actionnaire. Il comprendra éventuellement une convocation à une autre assemblée si celle-ci est nécessaire, par exemple en cas de modification des statuts. Le *Scheme document* comprendra également un *statement* qui devra expliquer les conséquences de l'accord, et éventuellement les intérêts de chacune des parties pouvant avoir un effet sur la conclusion du *Scheme*. Celui-ci prend généralement la forme d'une lettre adressée aux actionnaires de la cible par l'expert financier. Il revient aux dirigeants⁴ de la société concernée d'assurer la divulgation ou la mise à disposition du *statement*.

Les restrictions posées par le *Takeover Code*, aussi appelé *City Code*, trouveront parfois à s'appliquer, et le document transmis devra comporter les mentions requises par ledit Code⁵. Sauf exception, le *Scheme* n'aura pas à respecter les dispositions des *Prospectus Rules*. Toutefois, si l'offrant est coté, il devra respecter les règles prévues par les *Listing Rules*, notamment les dispositions générales et les dispositions spécifiques à la radiation⁶. Si les droits des créanciers obligataires viennent à être affectés par le *Scheme*, le document adressé à chacune des parties devra en justifier. Généralement, une période de vingt-et-un jours s'ouvre après l'envoi du *Scheme*⁷, à l'issue de laquelle l'assemblée doit avoir été organisée.

¹ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molféssis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 752

² Section 896, *Court order for holding of meeting*, Part 26 – Arrangements and reconstructions, *Companies Act 2006 (c. 46)*. **L'ensemble des dispositions a été traduit par nos soins.**

³ Section 897, *Statement to be circulated or made available*, Part 26 – Arrangements and reconstructions, *Companies Act 2006 (c. 46)*

⁴ Section 898, *Duty of directors and trustees to provide information*, Part 26 – Arrangements and reconstructions, *Companies Act 2006 (c. 46)*

⁵ Whitelock P., "Schemes of arrangement: takeovers", *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*

⁶ LR 3, *Listing applications: All securities*, and LR5, *Suspending, cancelling and restoring listing and reverse takeovers: All securities*

⁷ Conformément à la *Section 3 of appendix 7 du City Code* ; Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK" in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molféssis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 750

Vote du Scheme¹. Une assemblée est organisée, durant laquelle les détenteurs de titres de la société cible se réunissent, le cas échéant, par catégorie. Chaque groupe devra voter en faveur du *Scheme* à la majorité en nombre, représentant 75 % en valeur, des actionnaires présents et votant en personne ou par mandataire à l'assemblée. Les membres en conflit d'intérêts ne prendront pas part au vote. À supposer que le *Scheme* entraîne une modification des statuts, il faudra alors convoquer une autre assemblée pour que cette opération soit approuvée ; celle-ci aura généralement lieu le même jour².

Approbation par la High Court of Justice³. Une fois l'accord approuvé par les actionnaires, la société ou l'un de ses actionnaires concernés par l'accord demandera à la cour de l'entériner. Celle-ci devra vérifier que les dispositions législatives applicables ont été respectées⁴, que chacun des actionnaires ait été dûment représenté, et que l'approbation du *Scheme* est raisonnable ; autrement dit, qu'un actionnaire honnête et diligent agissant conformément à ses intérêts aurait donné son accord⁵. Pour cela, la cour se fondera notamment sur l'analyse donnée par le ou les experts financiers indépendants. Dans l'affaire *Elis – Berendsen*, les experts du *Crédit Suisse* et de *J.P Morgan Cazenove* se sont prononcés sur les termes de la transaction qu'ils jugent équitables⁶. C'est lors de cette audience qu'un actionnaire pourra éventuellement faire valoir son opposition. À cet égard, la cour dispose d'un pouvoir discrétionnaire pour décider si le *Scheme* doit ou non être approuvé, et n'est pas tenue par les décisions prises lors des assemblées d'actionnaires⁷. Le *Scheme* produira ses effets une fois la décision rendue par la cour et une fois que sera transmise une copie de l'ordonnance au *Registrar of Companies*.

Pouvoirs de la Cour⁸. Dès lors qu'un accord est proposé en application des dispositions étudiées et qu'il est question de transférer tout ou partie d'une société, la cour dispose de pouvoirs spéciaux ; elle peut donc décider du transfert, en tout ou partie, de ladite société et de l'appropriation en conséquence par la société réceptrice, des actions, obligations, ou de toute autre participation soumise à l'accord. La cour pourra également décider du transfert de toute procédure pendante devant une juridiction, de la dissolution sans liquidation de la société

¹ Section 899, *Court sanction for compromise or arrangement*, Part 26 – Arrangements and reconstructions, *Companies Act 2006* (c. 46)

² Boardman N., Weng Wong H., “Public tender offers launched by French Companies in UK”, in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 748

³ Section 899, *Court sanction for compromise or arrangement*, Part 26 – Arrangements and reconstructions, *Companies Act 2006* (c. 46)

⁴ *Re Anglo – continental Supply Co Ltd 1992 [2] Ch 723, traduit par nos soins*

⁵ *Re Dorman Long & Co Ltd [1934] Ch 635, traduit par nos soins*

⁶ Scheme document, Recommended offer by Elis SA for Berendsen plc to be effected by means of a scheme of arrangement under Part 26 of the Companies Act 2006, 28/07/2017, p.22: « The Berendsen Directors, who have been so advised by Credit Suisse and J.P. Morgan Cazenove as to the financial terms of the Transaction, consider the terms of the Transaction to be fair and reasonable ».

⁷ Boardman N., Weng Wong H., “Public tender offers launched by French Companies in UK”, in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 750

⁸ Section 900, *Powers of court to facilitate reconstruction or amalgamation*, Part 26 – Arrangements and reconstructions, *Companies Act 2006* (c. 46)

transférée, elle pourra prendre des mesures à l'encontre d'une partie ne respectant pas ses obligations, ou toute autre mesure nécessaire à la bonne application du *Scheme*.

Obligations statutaires de la société¹. Si l'approbation de la cour a pour effet de modifier les statuts ou toute résolution ou accord soumis au Chapitre 3 de la Partie 3² du *Companies Act*, la copie de l'ordonnance délivrée au greffier devra être accompagnée des statuts, de la résolution, ou de l'accord en question, ainsi amendés.

Appréciation. La procédure imposée par le *Scheme of Arrangement* est une procédure particulièrement rigoureuse. Néanmoins, il est permis de faire certains rapprochements avec la procédure française du *squeeze out*, puisque l'intervention d'un expert est également requise, et l'appréciation donnée par la cour sur le caractère raisonnable de l'indemnisation, peut être rapprochée du contrôle opéré par l'Autorité de marché en France.

B. La place occupée par les actionnaires minoritaires

Comme écrit précédemment, la protection des minoritaires résulte bien entendu du fait que ceux-ci sont amenés à percevoir une contrepartie raisonnable à leur expropriation, validée par un expert financier indépendant. Naturellement, cette expropriation peut donner lieu à une confrontation entre actionnaires, de sorte qu'il est intéressant d'étudier rapidement quelques actions dont les minoritaires disposent, et à l'inverse, les précautions que peuvent prendre les majoritaires.

Les moyens dont ils disposent. Les minoritaires pourront venir s'opposer aux majoritaires, d'une part en faisant valoir leurs droits conduisant à limiter la marge de manœuvre des dirigeants de la cible ou de l'offrant, et d'autre part, ils pourront venir remettre en cause les décisions prises par les actionnaires.

Derivative action. Une *Derivative action* désigne une action intentée par un actionnaire au nom de la société, à l'encontre des dirigeants de la cible dont la majorité sera souvent renommée par l'offrant à l'issue de l'offre³, en cas de violation de leurs obligations. Cette action aboutira néanmoins difficilement, dans la mesure où en l'absence de fraude, motif souvent invoqué en cas d'expropriation des minoritaires par des majoritaires, l'offrant est généralement en mesure de faire autoriser ou ratifier la plupart des mesures prises par les dirigeants de la cible par une résolution ordinaire. Cette résolution emportera donc extinction

¹ Section 901, *Obligations of company with respect to article etc.*, Part 26 – Arrangements and reconstructions, *Companies Act 2006* (c. 46)

² Chapter 3, *Resolutions and agreements affecting a company's constitution*, Part 3 – *A company's constitution*

³ Section 260, *Derivative claims*, Part. 11 – Derivative claims and proceeding by members, *Companies Act 2006* (c. 46)

de l'action engagée¹. Par ailleurs, les éventuels dommages et intérêts versés à l'issue d'une telle procédure, seront versés à la société, au bénéfice de tous les actionnaires.

Unfair prejudice. Le *préjudice injuste*² peut être plaidé dès lors que la société a géré ses affaires d'une telle manière qu'un préjudice a été causé à un ou plusieurs actionnaires. Cette action peut être intentée dès lors qu'objectivement, un tel préjudice peut être constaté. Tel peut être le cas lorsqu'une attente légitime d'un actionnaire minoritaire n'a pas été honorée, ou bien en cas de manquement par les dirigeants de la société ou par l'actionnaire majoritaire à leurs obligations. Ce dernier fondement est régulièrement invoqué, néanmoins, il ne sera pertinent en l'absence d'appropriation frauduleuse des biens de la cible, de sorte que l'offrant pourra autoriser ou ratifier la plupart des mesures prises par une résolution ordinaire. Cette résolution fera échec à l'action pour *unfair prejudice*, si celle-ci a été prise conformément aux intérêts de la société³. Par ailleurs, généralement la sanction prononcée sera, pour l'offrant, de racheter les actions des minoritaires au juste prix. Bien entendu, cette dernière possibilité sera profitable pour l'actionnaire majoritaire qui invoquera que le juste prix correspond au prix de l'offre initiale. Enfin, si le minoritaire a profité de l'offre dans un premier temps, avant d'invoquer un *unfair prejudice*, le majoritaire fera remarquer à la cour l'attitude opportuniste de ce dernier⁴.

Remise en cause des délibérations. Les actionnaires minoritaires pourront éventuellement attaquer les résolutions prises par l'assemblée des actionnaires, notamment celles amendant les statuts de la cible, qui ne sont finalement, pas bénéfiques pour la société prise dans son ensemble⁵. Afin d'apprécier un tel effet, l'actionnaire devra prouver que la résolution n'est pas conforme aux intérêts de la société ; ceci fait l'objet d'une appréciation relativement subjective et est principalement utilisé en cas d'expropriation des minoritaires.

Réduire le risque. Afin de réduire le risque d'une suite positive de l'action intentée, les majoritaires peuvent, autant que possible, autoriser ou ratifier les mesures prises par les dirigeants de la cible, et prendre des mesures dans le but de ne pas enfreindre leurs obligations ; par exemple, permettre aux actionnaires d'avoir accès à certains documents de la cible, être attentifs aux conflits d'intérêts éventuels, bien justifier toute distribution de dividendes⁶. De manière générale, ceux-ci doivent adopter une attitude prudente et doivent être en mesure de justifier leurs décisions.

¹ Section 263, *Whether permission to be given*, Part. 11 – Derivative claims and proceeding by members, *Companies Act 2006 (c. 46)*

² Pour une traduction littérale

³ *Company, Re a (No 005685) ex parte Schwarz (No 2)*, 1989 BCLC 427

⁴ Bagot S., Manley G., "Minority shareholders post-offer", *PLC Magazine*, August 2016

⁵ *Allen v Gold Reefs* (1990) 1 Ch 656 ; "it held that alterations could not be interfered with by the court unless a change was made that was bona fide for the benefit of the company as a whole"

⁶ Bagot S., Manley G., "Minority shareholders post-offer", *PLC Magazine*, August 2016

En France. En France, cette remise en cause des délibérations pourrait être rapprochée d'un abus de majorité, si la décision adoptée est contraire à l'intérêt de la société et conduit à une rupture d'égalité entre associés¹. Le devoir de loyauté² ou la faute de gestion pourraient également être utilisés. Ces quelques remarques simplement pour souligner le fait que si le dispositif venait à être introduit en France, d'un point de vue pratique, de nombreux instruments sont déjà en place pour lui permettre de fonctionner de manière efficiente. Mais la transposition d'un tel mécanisme en France sera étudiée dans des développements ultérieurs.

§2 — L'application pratique du *Scheme of Arrangement*

L'application pratique du *Scheme* doit être analysée au regard de ses avantages qui peuvent le conduire à être préféré à une offre classique (A). Néanmoins, ses inconvénients ne doivent pas être négligés (B).

A. Le *Scheme of Arrangement* préféré à une offre

Dans certains cas, le *Scheme* sera préféré à une offre, pour plusieurs raisons.

Détention de la totalité du capital de la cible. À compter du moment où la *High Court* aura entériné le *Scheme*, l'ensemble des actionnaires concernés sera soumis à celui-ci, peu importe qu'ils aient ou non voté en faveur. L'offrant aura ainsi la certitude d'acquiescer l'intégralité du capital de la cible, tandis que dans un processus d'offre classique, aucun mécanisme n'apporte une telle garantie, hormis bien sûr la mise en œuvre du *squeeze out*, mais cela est plus restreint³.

Timing. La question du *timing* est liée à la complexité de l'accord proposé. En pratique, un *Scheme* relativement compliqué, impliquant ainsi des négociations tant financières, commerciales, que juridiques, sera pour la première fois présenté à la cour environ six à huit semaines après la décision d'y avoir recours⁴. Néanmoins, l'acquisition de l'intégralité du capital sera plus rapide en ayant recours à la méthode du *Scheme of Arrangement*⁵, plutôt qu'en utilisant un processus d'offre classique ; en effet, dans ce dernier cas, à supposer que l'offrant atteigne le seuil fatidique des 90 %, une période de cinq mois s'ouvrira pour

¹ Cass. com., 18 avr. 1961, *Schuman* : la résolution litigieuse doit avoir été prise contrairement à l'intérêt général de la société et dans l'unique dessein de favoriser le groupe des actionnaires majoritaires

² Cass. com., 27 fév. 1996, n° 94-11.241, *Vilgrain*, pour un devoir de loyauté qui s'impose aux dirigeants d'une société à l'égard de toute associé, et Cass. com., 24 fév. 1998, n° 96-12.638, *Kopcio*, pour un devoir de loyauté du dirigeant à l'égard de la société

³ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 750

⁴ Katz A., Shah D., "Scheme of Arrangement: An English Law Cram Down Procedure", *Mayer Brown*, disponible sur https://www.mayerbrown.com/public_docs/scheme_of_arrangement.pdf, March 2012

⁵ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 751

permettre une éventuelle opposition des minoritaires à la procédure du *squeeze out*¹. C'est d'ailleurs dans un souci de célérité que le *Scheme of Arrangement* a été choisi pour effectuer le rapprochement entre *Elis* et *Berendsen*².

Actionnaires non identifiables. L'utilisation du *Scheme of Arrangement* permet de traiter le problème des actionnaires introuvables, dans la mesure où l'offrant remettra à un *trustee* la somme versée en contrepartie du transfert des actions. Pour percevoir cette somme, l'actionnaire en question devra prouver qu'il détenait bien lesdites actions. Néanmoins, cette somme reviendra à l'offrant si ledit actionnaire ne se manifeste pas pendant quelques années³ ; pour ce faire, le *Scheme* devra le prévoir expressément⁴. À l'inverse dans une offre classique, si l'offrant ne réussit pas à atteindre le seuil du *squeeze out* en raison de trop nombreux actionnaires non identifiables, il devra prouver à la cour qu'il a réalisé une enquête raisonnable pour tenter de les identifier⁵.

Actionnaires américains. Les actionnaires américains font l'objet d'un traitement particulier. Via l'utilisation du *Scheme*, ceux-ci pourront le cas échéant, recevoir des actions de la société cible sans que les dispositions américaines ne s'y opposent⁶, en vertu de l'exception prévue par la *section 3 (a) (10)* du *US Securities Act of 1933*. À titre d'exemple, la note d'opération du *Scheme* réalisé entre *Elis* et *Berendsen* prévoit que « les Actions Nouvelles seront émises aux États-Unis conformément à l'exemption d'enregistrement prévue à la *section 3 (a)* de l'*US Securities Act* »⁷.

Opposition. Lors du vote du *Scheme*, une minorité d'opposition, si celle-ci n'est pas parfaitement organisée, ne pourra faire barrage au *Scheme* ; la parade est ainsi trouvée pour faire face aux fonds activistes. Bien entendu, ils pourront plus facilement faire échec au *Scheme* qu'à une simple offre, mais à l'aune du *squeeze out*, l'opposition sera nettement plus difficile.

Options. Les actions résultant de l'exercice par un actionnaire d'un droit d'option, si celui-ci est exercé avant l'entrée en vigueur du *Scheme*, seront soumises aux termes de l'accord et ainsi transférées à l'offrant. Généralement, les termes de l'accord prévoient que ces options sont exerçables durant une période déterminée une fois l'accord entériné par la cour. Pour les options exercées après la période à l'issue de laquelle le *Scheme* prend effet, il est fréquent

¹ Whitelock P., "Schemes of arrangement: takeovers", *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*

² Palierse C., « Elis va déboursier plus de 2 milliards pour absorber son concurrent anglais », *Les Echos*, le 13/06/2017

³ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 751

⁴ Whitelock P., "Schemes of arrangement: takeovers", *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*

⁵ Section 986, *Applications to the court*, Part 28 – Takeovers etc, *Companies Act 2006 (c. 46)*

⁶ Whitelock P., "Schemes of arrangement: takeovers", *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*

⁷ Scheme document, Recommended offer by Elis SA for Berendsen plc to be effected by means of a scheme of arrangement under Part 26 of the Companies Act 2006, 28/07/2017, p. 3

que la société cible modifie ses statuts afin de transférer à l'offrant lesdites actions, moyennant une contrepartie égale à celle proposée lors de la mise en œuvre du *Scheme*. Ceci est généralement décidé lorsque l'assemblée est réunie par la cour. D'autres schémas sont toutefois envisageables, mais seront plus délicats à mettre en œuvre notamment pour des raisons fiscales. Dans le cas d'une offre, plus particulièrement si celle-ci est hostile, il sera beaucoup plus difficile de transférer ces options¹.

Si un certain nombre d'avantages peuvent être recensés, il n'en demeure pas moins que le mécanisme présente quelques faiblesses.

B. Les faiblesses du mécanisme

Le mécanisme du *Scheme* présente quelques difficultés non négligeables.

Contrôle de la procédure par la cible. L'un des inconvénients est que la cible a la maîtrise du temps, et a donc la mainmise sur le déroulement du *Scheme*. C'est pour cette raison que s'étaient développés des accords préalables appelés *implementation agreements*, en vertu desquels la cible s'engageait à prendre les mesures nécessaires pour permettre l'adoption du *Scheme* aussi vite que possible. Néanmoins, ce type d'accord a été prohibé après l'interdiction posée par le *City Code* en 2011, des *offer-related arrangements*², désignant des accords liés. En réponse à cette interdiction, la pratique a développé d'autres accords autorisés par ledit code³, qui emportent une obligation de coopération pour la cible, et certaines restrictions, notamment relatives à la communication de l'offre, le respect de certains délais pour la publication du *Scheme document*, ou encore pour l'organisation des assemblées d'actionnaires⁴. *The Executive*, autrement dit un organe indépendant du *Panel* notamment en charge de donner l'interprétation des règles applicables et de contrôler les comportements des opérateurs, faisait savoir qu'il prendrait les mesures appropriées et intenterait une procédure disciplinaire s'il identifiait un terme de l'offre contraire à cette prohibition, une fois ledit accord publié conformément à la *Rule 26* du *Code*. Ainsi, les pouvoirs de l'offrant sont restreints quant au contrôle qui peut lui être conféré sur la cible et sur la mise en œuvre du *Scheme*, de sorte que la cible se voit imposer des obligations par les textes à cet égard. Une fois le *Scheme* recommandé par le conseil d'administration, celui-ci devra être transmis aux actionnaires dans les vingt-huit jours suivant l'annonce, à moins que le *Panel* accorde un délai plus long. Cette obligation sera caduque dans le cas où le conseil d'administration de la cible

¹ Whitelock P., "Schemes of arrangement: takeovers", *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*

² Rule 21.2 of the *Takeover Code*, which defined the offer-related arrangement as "any agreement, arrangement or commitment in connection with an offer, including any inducement fee arrangement or other arrangement having a similar or comparable financial or economic effect (...)"

³ (i) to (vii) of Rule 21.2 (b) of the *Takeover Code*

⁴ Whitelock P., "Schemes of arrangement: takeovers", *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*

viendrait à ne plus recommander l'offre, en cas de report d'une assemblée d'actionnaires ou de l'audience — décidé ou non par le conseil d'administration de la cible —, ou pour toute autre raison prévue par le *Code*. La cible pourrait être dispensée de ses obligations en cas d'offre concurrente, supérieure, proposée avant que la cour entérine l'accord. Le conseil d'administration de la cible se verra alors dans l'obligation de retirer sa recommandation de l'offre initiale, à défaut de quoi les actionnaires seraient privés de l'opportunité d'accepter une offre supérieure. Dans ce cas, le *Panel* acceptera dans certains cas de passer d'un *Scheme* à une offre, à la condition que 90 % des actionnaires apportent leurs titres à l'offre¹, ou à un pourcentage inférieur décidé par l'offrant². Le *Panel* décidera alors d'un nouvel échéancier, et prendra en compte le temps pour les actionnaires de la cible de se prononcer, le temps écoulé depuis l'annonce originale de l'offrant, les avis des conseils d'administration de la cible et de l'offrant, et l'effet d'un tel changement sur une éventuelle offre concurrente³. Enfin l'offrant pourra avoir un certain contrôle sur les délais de procédure, en utilisant des *mini long-stop dates*⁴ lui permettant d'imposer des délais supplémentaires à la cible aux termes desquels certains engagements devront être honorés.

Termes de l'offre. Il est plus aisé de modifier les termes d'une offre et ainsi d'envoyer l'offre modifiée au conseil d'administration de la cible, tandis qu'une modification du *Scheme* nécessitera de fixer un nouvel échéancier, de fournir de nouveaux documents, et ainsi de réunir à nouveau les actionnaires de la cible⁵.

Opposition. Il est plus aisé pour les actionnaires de s'opposer à un *Scheme*⁶, dans la mesure où il leur suffira de relever une quelconque irrégularité pour que la cour refuse de l'entériner. À l'inverse si une offre est utilisée, alors les actionnaires ne pourront s'y opposer que dans le cas où une assemblée doit se réunir, ce qui n'est pas systématique.

Coûts. Les coûts engendrés par l'utilisation du *Scheme*, notamment en raison de l'approbation nécessaire de la cour, qui implique donc des frais de procédure, la rémunération des *barristers*, peuvent avoir un effet dissuasif. Par ailleurs, la rédaction de l'accord entraînera

¹ Whitelock P., "Schemes of arrangement: takeovers", *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*; *Sect. 8 of appendix 7 of the City Code*

² Scheme document, Recommended offer by Elis SA for Berendsen plc to be effected by means of a scheme of arrangement under Part 26 of the Companies Act 2006, 28/07/2017, p. 52: "Elis reserves the right, subject to the prior consent of the Panel, to implement the Transaction by way of a Takeover Offer as an alternative to the Scheme. In such an event, the Takeover Offer will be implemented on the same terms (subject to appropriate amendments, including, if the Panel so agrees, an acceptance condition set at 90 per cent. of the shares to which such offer relates or such lesser percentage, being more than 50 per cent. as Elis may decide), so far as applicable, as those which would apply to the Scheme ». *Nous soulignons*

³ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 751

⁴ Section 3(b) of the *Appendix 7 of the Takeover code – Schemes of arrangement*

⁵ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 752

⁶ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 752

nécessairement des coûts, et un temps assez considérable tant pour la société offrant que la cible¹.

Acquisitions sur le marché. Les acquisitions d'actions de la société cible sur le marché par l'offrant n'auront aucun effet sur l'approbation définitive de l'accord, dans la mesure où l'offrant sera privé de son droit de vote lors de l'assemblée². Néanmoins, il pourra tout de même y participer, et pourra par ailleurs exercer son droit de vote sur d'autres *Schemes* concurrents³.

Accès aux documents financiers. L'un des inconvénients résulte de l'accès dont bénéficiera l'offrant aux documents financiers de la société cible. La note d'opération de l'affaire *Elis – Berendsen* en est une parfaite illustration, dans la mesure où *Elis* dispose de très nombreuses informations sur l'activité menée par *Berendsen* ; elle a notamment accès aux rapports des auditeurs indépendants de *Berendsen*, à l'intégralité des comptes consolidés pour les trois exercices précédents, mais aussi à de nombreuses informations concernant le groupe *Berendsen* dans son ensemble⁴.

Au gré de cette étude, il faut donc envisager la transposition d'un tel dispositif en France, dont les enjeux sont importants. L'atteinte au pouvoir du dirigeant doit être la première question soulevée.

Section 2 : L'atteinte au pouvoir de gestion du dirigeant

Si par principe, le dirigeant est maître de la cotation et de la radiation (§1), il est alors nécessaire d'étudier l'atteinte qui sera portée à son pouvoir de gestion via la mise en place d'un mécanisme sociétaire (§2).

§1 — Le dirigeant — en principe — maître de la cotation et de la radiation

Les décisions de radiation et de cotation relèvent par principe du pouvoir du dirigeant (A), qui devra répondre des conséquences d'une gestion défaillante (B).

A. Une décision relevant du pouvoir de gestion du dirigeant

Ces quelques lignes peuvent paraître assez exhaustives, toutefois, il est nécessaire de bien distinguer les rôles et fonctions de chacun des organes de direction de la société, pour ensuite apprécier l'éventuelle mise en cause du pouvoir de chacun.

¹ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 752

² Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 751

³ Whitelock P., "Schemes of arrangement: takeovers", *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*

⁴ Note d'opération *Elis*, visée par l'AMF le 27 juillet 2017, visa n°17-390, p. 152 et s.

Dans une SA moniste. L'article L.225-35 du Code de commerce énonce que le conseil d'administration détermine les orientations stratégiques de la société, contrôle leur mise en œuvre et évoque toute question intéressant la bonne marche de la société. Il est mandaté par l'ensemble des actionnaires¹. Le directeur général quant à lui, peut selon le cas, être dissocié ou non du président du conseil d'administration² ; ce dernier organise les travaux dudit conseil à la manière d'un secrétaire de séance. Le directeur général est alors investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la société, la représente dans l'ordre externe, le cas échéant en étant assisté³ ; il est alors compétent pour prendre la décision de radiation.

Dans une SA dualiste. Le pouvoir de direction de la société appartient au directoire tout entier qui l'exerce collégalement⁴, sous le contrôle du conseil de surveillance, qui appréciera l'opportunité et les incidences des décisions prises et émettra son avis à l'intention de la direction générale⁵. Le pouvoir de représentation de la société à l'égard des tiers appartient au président du directoire, qui l'exerce seul⁶.

Dans une société en commandite par actions. Le(s) gérant(s) d'une société en commandite par actions ont les mêmes pouvoirs que le directeur général d'une société anonyme, c'est-à-dire qu'ils assurent la direction de l'entreprise dans l'ordre interne, ils représentent la société à l'égard des tiers⁷, et exercent leurs fonctions sous le contrôle d'un conseil de surveillance et d'un commissaire aux comptes dont la désignation est obligatoire.⁸

Cass. civ., 4 juin 1946, Motte. Le principe de spécialité des organes sociaux, qui avait dans cet arrêt entraîné la nullité d'une délibération de l'assemblée des actionnaires, implique le strict respect de la hiérarchie des organes sociaux, de sorte que l'un ne peut empiéter sur les prérogatives de l'autre. Cette rigueur trouve surement son fondement pour les sociétés cotées, dans l'idée que le cadre de gestion d'une telle société doit être strictement réglementé et être ainsi protecteur. Dès lors, il ne pourrait être permis une habilitation de l'assemblée des actionnaires à se prononcer sur la radiation en l'absence de disposition législative, hormis le cas d'une disposition de droit mou, non contraignante donc.

La « boussole » de l'intérêt social. Outre les missions confiées par les textes, il faut garder à l'esprit que « l'intérêt social est la "boussole"⁹ qui doit guider les administrateurs et les

¹ Art. 5.1 Code Afep-Medef

² Art. L.225-51-1 Code com.

³ Art. L.225-56 Code com.

⁴ Art. L.225-64 Code com.

⁵ Art. L.225-68 al.1 Code com.

⁶ Art. L.225-55 Code com.

⁷ Art. L.226-7 Code com.

⁸ Art. L.226-9 Code com.

⁹ Pirovano A., « La "boussole" de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? », *Recueil Dalloz*, 1997, p. 189

dirigeants dans l'exercice des pouvoirs qui leur sont confiés»¹ ; de sorte que cette notion pourra constituer le fondement d'une éventuelle action intentée à l'encontre des organes dirigeants.

Pratique. Par ailleurs, est possible de noter toutefois que le dirigeant, *pour employer un terme générique*, est nommé par l'organe représentant les actionnaires ; c'est donc bien une réelle délégation qui lui est faite. Ainsi, remettre cette décision de radiation aux mains des actionnaires reviendrait à remettre en cause la capacité du dirigeant à défendre l'intérêt des actionnaires, ou l'intérêt de la société, selon la définition retenue de l'intérêt social.

B. Le dirigeant, tributaire des conséquences d'une gestion défaillante

Principe de libre révocabilité des dirigeants. Le principe qui s'impose en droit des sociétés, est celui de la libre révocabilité des dirigeants, de sorte qu'il ne doit exister de contraintes ayant pour effet de dissuader les associés ou l'organe compétent d'y procéder. Ce principe est d'ordre public, et a fait débat à propos des conventions d'indemnisation², pouvant être jugées comme contraires audit principe.

La révocation *ad nutum*. La révocation *ad nutum* est celle qui résulte d'un simple signe de tête, et même si la fonction du dirigeant est relativement institutionnalisée, elle s'apparente à une sorte de mandat donné au dirigeant. À ce titre, le directeur général d'une société anonyme moniste qui assure également la fonction de président du conseil d'administration, est révocable à tout moment par le conseil d'administration³.

En revanche, au gré de l'évolution de la loi puis de la jurisprudence, si les fonctions sont dissociées, sans juste motif, le directeur général pourra se voir allouer des dommages et intérêts⁴. De sorte que ce principe de libre révocation se trouve très nettement affaibli. En effet, d'une part, si celle-ci est abusive⁵, elle donnera lieu à des dommages et intérêts, et d'autre part, le respect des droits de la défense, à travers le principe du contradictoire, doit être assuré — *et a priori, la résolution doit être inscrite à l'ordre du jour, au moins lorsque l'intéressé ne s'y attend pas*⁶. Les auteurs sont partagés sur la question ; certains approuvent

¹ Pietrancosta A., Prat J.-F., « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexus Litec, 2009, p. 137

² Cass. com., 15 nov. 2011, n°09-10.893, Dondero B., « Indemnité de révocation et transformation », *Revue Sociétés*, 2012, p. 234, à propos d'une convention d'indemnisation illicite en raison d'un engagement d'une « ampleur susceptible de porter une atteinte majeure » à « l'équilibre financier » de la société, portant ainsi « atteinte à la révocabilité ad nutum de ce mandataire social », nous soulignons.

³ Art. L.225-47 Code com.

⁴ Art. L.225-55, al.1 Code com.

⁵ Le Cannu P., Dondero B., *Droit des sociétés*, LGDJ, 6^{ème} éd., 2015, p. 541

⁶ Cass. com., 30 nov. 2004, n°01-15.382 ; Le Cannu P., « Ce qu'il ne faut pas faire pour se débarrasser d'un directeur général (délégué) », *Bull. Joly Société*, 01/03/2005, n°3, p. 386, « aucun élément du dossier ne permet d'établir qu'une décision de révocation des directeurs généraux était envisagée dans ce cadre et que M. Y. devait s'attendre à en subir les conséquences » et « la lecture du procès-verbal de ce conseil d'administration démontre qu'il n'y a eu aucune discussion ni aucune possibilité donnée à M. Y. de connaître les motifs de la décision

cette révocation rendue plus difficile¹, tandis que d'autres invoquent les principes de *corporate governance* pour s'étonner de la non-application de la révocation *ad nutum* au directeur général².

La révocation pour justes motifs. Le juste motif a trait en principe aux compétences du dirigeant ; cela lui offre alors une certaine sécurité lui permettant ainsi de se défendre. Sont par exemple révocables pour justes motifs, les membres du directoire ou le directeur général unique d'une société anonyme dualiste, par l'assemblée des actionnaires, ou par le conseil de surveillance si les statuts le prévoient³. La Cour de cassation est tout de même venue affaiblir le dispositif en revenant sur la notion de « juste motif », qui peut résulter de la divergence de point de vue persistante entre l'associé majoritaire et le dirigeant⁴.

Responsabilité. Outre cette faculté de révocation, existe bien entendu l'engagement de la responsabilité des dirigeants ; qu'elle soit civile, pénale ou fiscale. La menace pénale peut être un moyen de pression ; un abus de bien social par exemple⁵. Récemment, le fonds activiste *Ciam* a d'ailleurs porté plainte sur ce fondement contre *Altice* devant le tribunal de grande instance de Paris. Depuis, *Altice* a porté plainte pour dénonciation calomnieuse⁶.

D'un point de vue civil, existe bien entendu l'action *ut singuli*, intentée par un associé au nom de la société pour non-respect de l'intérêt social par exemple⁷, et même si en pratique l'avance personnelle des frais de justice par l'associé qui décide d'agir au nom de la société peut paraître dissuasive, les fonds n'ont généralement pas de difficulté à avancer de tels émoluments ; *une telle action a été engagée dans l'affaire XPO*⁸, *mais aussi dans l'affaire Euro Disney*⁹. Est envisageable également une action individuelle en responsabilité, pour chercher la responsabilité des dirigeants en son nom personnel donc, mais il est alors nécessaire de démontrer un préjudice distinct.

Note en réponse. Si le conseil d'administration, le conseil de surveillance, ou l'organe compétent donne son avis motivé sur l'offre en vertu de l'article 231-19, 4° du règlement

prise à son encontre et de pouvoir présenter ses observations pour la défense de ses intérêts, ce dont il résulte que le principe de la contradiction n'avait pas été respecté », nous soulignons.

¹ Delga J., « Révocation sans indemnités des PDG de SA en France : mythe ou réalité », disponible sur <https://www.agrh.fr/assets/actes/1995delga029.pdf>

² Bureau D., « La loi relative aux nouvelles régulations économiques. Aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés*, 01/06/2001, n°6, p. 553, §24 et §26

³ Art. L.225-61 Code com.

⁴ CA Paris, 31 janv. 2001, *SA Intersport France c/ P. Durand ; Viandier A., Caussain J.-J., La Semaine Juridique Edition Générale*, n°51, 19 déc. 2001, I 372 : « La cour observe que les nombreux griefs faits au dirigeant limogé ne peuvent, en effet, être contestés puisqu'ils démontrent suffisamment la mésentente qui a régné entre celui-ci et les organes de la société, ainsi que leurs divergences sur les méthodes de management. En conséquence, elle décide que la révocation est intervenue pour un juste motif », nous soulignons.

⁵ Pietrancosta A., Prat J.-F., « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 137

⁶ Counin A., Boisseau L., « Altice franchit 95% de SFR et lance une offre publique de retrait », *Les Echos*, le 11/08/2017

⁷ Cass. crim., 7 oct. 1997, n°94-18.553

⁸ « Elliott s'oppose toujours à XPO Logistics », *L'Agefi*, le 10/06/2016

⁹ AMF., Décision de conformité du projet d'OPAS visant les actions de la société Euro Disney S.C.A, 10 mai 1017, n°217C0947, p. 3

général¹ dont la portée se trouve renforcée au gré des évolutions législatives², il n'en demeure pas moins que le gérant de la société assume la responsabilité de ladite note³. Tel est le cas de Madame Catherine Powell, Présidente d'*Euro Disney S.C.A* qui assume la responsabilité de la note en réponse⁴, en attestant que les données de ladite note sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. Là peut encore se trouver un moyen pouvant être invoqué par un actionnaire désireux d'intenter une action en responsabilité, ou une action aux fins de révocation.

Sur le fondement, cela est largement discutable que de laisser la décision aux actionnaires. Il faut dès à présent en étudier la justification.

§2 — La justification de l'atteinte au pouvoir de gestion

Il convient alors de se demander où se situe la justification d'une telle atteinte au pouvoir du dirigeant. Il semblerait que celle-ci se trouve dans le bouleversement du contrat d'investissement (A), mais pour autant, il convient d'étudier la proportionnalité d'une telle atteinte (B).

A. Une atteinte en raison du bouleversement du contrat d'investissement provoqué

Constat pratique. À titre liminaire, il est nécessaire de rappeler le rôle crucial que peuvent jouer certains dirigeants, dont il ne faudrait trop occulter le pouvoir ; peuvent notamment être cités Steve Jobs, Bernard Arnault, Jacob Davis, Patrick Drahi, Ernst Leitz, Armand Peugeot, Charles Alfred Pillsbury, Marcus Samuel, Vincent Bolloré, John Dorrance, Azim Premji, et les plus médiatisés du moment, Carlos Ghosn et Elon Musk. Même si leurs méthodes sont parfois décriées, il n'en demeure pas moins que ceux-ci peuvent occuper un rôle crucial, notamment lors d'opération de restructuration importante. Tel fut par exemple le cas de Carlos Ghosn⁵ lors la restructuration de *Nissan*⁶, dont la stratégie mise en place, à savoir une compression des coûts, la vente d'actifs et le retrait d'activités non rentables, a permis le

¹ Art. 231-19, 4° RG AMF : « L'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés, et, le cas échéant, les mesures susceptibles de faire échouer l'offre qu'elle a mises en œuvre, ou décide de mettre en œuvre. En cas de mesure nouvelle susceptible de faire échouer l'offre, la société publie un communiqué pour en informer le marché. Les conditions de vote dans lesquelles cet avis a été obtenu sont précisées, les membres minoritaires pouvant demander qu'il soit fait état de leur identité et de leur position ».

² Pisani H., « Les nouvelles dispositions relatives au prix des offres publiques d'acquisition et à l'expert indépendant », *Doctrine, RTDF* N°3, 2006

³ Art. 231-19, *in fine* RG AMF : « La note en réponse comporte la signature du représentant légal de la société visée attestant l'exactitude des informations figurant dans la note ».

⁴ Note d'information établie par Euro Disney S.C.A en réponse à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société Euro Disney S.C.A initiée par EDL Holding Company, LLC, Euro Disney Investments S.A.S et EDL Corporation S.A.S, 9 mai 2017, visa n°17-187

⁵ Barre N., « Les sept leçons de Carlos Ghosn », *Les Echos*, le 31/07/2017

⁶ « Mitsubishi. Carlos Ghosn : le patron que tous les actionnaires s'arrachent », *www.humanite.fr*, le 19/10/2016

redressement du groupe jusqu'à « pulvériser des records »¹, pour ainsi devenir le plus gros constructeur automobile du monde². Peut aussi être cité Elon Musk³, entrepreneur qui semble aujourd'hui incontournable, proposant une stratégie innovante, qui conduit alors *Tesla* à devenir la plus grosse valorisation boursière de l'automobile « made in USA »⁴; « est-il le Steve Jobs de l'automobile⁵ ? ». Que les méthodes de ces dirigeants soient ou non approuvées, il n'en demeure pas moins que ne peut être nié le fait que ces fortes personnalités participent au bon fonctionnement de l'économie, et que donc, la délégation qui leur est faite pour diriger ce type d'entité ne doit pas être trop largement remise en cause. Si certes l'intérêt social peut être invoqué, c'est le bon fonctionnement de l'entreprise qui est en jeu, dont il convient de saisir tous les enjeux, pour pouvoir ainsi mesurer le poids de décisions stratégiques, qui semblent ne pouvoir être laissées qu'à un nombre limité d'initiés.

Délégation. Remettre en question la délégation faite aux organes de direction reviendrait à penser que ceux-ci ne sont pas aptes à défendre l'intérêt social ; que celui-ci soit défini comme l'intérêt propre de la société ou comprenant celui des actionnaires. D'une part, le dirigeant est nommé par le conseil d'administration pour une société anonyme moniste⁶, parmi les membres du directoire par le conseil de surveillance pour une dualiste⁷, ou par l'assemblée des commanditaires, avec l'accord de tous les commandités pour une société en commandite par actions⁸, et chacun d'entre eux défend l'intérêt social et représente les actionnaires. D'autre part, étant donné qu'en France la majorité des sociétés sont des sociétés contrôlées, le constat ne peut être dressé à l'identique quant à la délégation faite aux dirigeants en Angleterre. Le dirigeant français sera souvent directement ou indirectement choisi par l'actionnaire majoritaire, et donc représentera bien l'intérêt de ces derniers, peu importe la définition retenue de l'intérêt social.

Symétrie. Toutefois, une symétrie peut être établie entre la radiation et l'introduction en Bourse, dans la mesure où ce dernier cas nécessite la plupart du temps l'intervention des actionnaires par un vote à la majorité renforcée ; tel est le cas dans la société anonyme faisant directement appel public à l'épargne⁹, ou lors d'une augmentation de capital¹⁰, l'accord de

¹ Arnaud R., « Les résultats de Nissan pulvérisent le record de 2001 », *La Tribune*, le 10/05/2002

² Dupont-Calbo J., « Renault-Nissan sur la première marche du podium mondial », *Les Echos*, le 31/07/2017

³ Gaston-Breton T., « Elon Musk, le bon génie de Paypal », *Les Echos*, le 03/08/2017

⁴ Dupont-Calbo J., « A Wall Street, Tesla met General Motors dans son rétroviseur », *Les Echos*, le 10/04/2017

⁵ Moreira E., « Tesla livre les premiers exemplaires de son modèle grand public », *Les Echos*, le 31/07/2017

⁶ Art. L.225-51-1 Code com.

⁷ Art. L.225-59 Code com.

⁸ Art. L.226-2 Code com.

⁹ Art. L.225-9, al.2 Code com. : « L'assemblée constitutive délibère aux conditions de quorum et de majorité prévues pour les assemblées extraordinaires ».

¹⁰ Art. L.225-129, al.1 Code com. : « L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour décider, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, une augmentation de capital immédiate ou à terme ».

tous les commandités est enfin nécessaire dans une société en commandite par actions¹. Tel fut par exemple le cas de *Spie*² lors de son introduction en Bourse en 2015 qui profite aujourd'hui pleinement des avantages liés à la cotation ; le cours de *Spie* a notamment gagné 35 % depuis ladite introduction³.

Contrat d'investissement. Finalement, c'est la question de l'atteinte portée au contrat d'investissement qui vient ici se poser. En effet, l'actionnaire a adhéré à un contrat particulier, dont les titres bénéficient des atouts du marché et de sa liquidité en conséquence. Ils peuvent ainsi se dégager de la société comme ils l'entendent, peu importe leur volonté de s'engager sur le long terme ou non, d'influer sur la stratégie ou non ; mais le recours au marché est bien une caractéristique fondamentale dudit contrat. La modification provoquée par la radiation est telle, que la participation des actionnaires pourrait trouver une justification.

B. La proportionnalité d'une telle atteinte

Au vu du bouleversement du contrat d'investissement précédemment énoncé, il est alors légitime de se demander si une telle atteinte au pouvoir de gestion du dirigeant, laissant donc la décision de radiation aux actionnaires, serait réellement proportionnée et ainsi opportune. D'un point de vue sociétaire, peut être constatée une participation des actionnaires de plus en plus fréquente, notamment avec l'accroissement des règles du *say on pay* et évoluant du droit mou pour aller vers le droit dur, à l'image des récentes modifications issues de la *loi Sapin 2* concernant la rémunération des dirigeants. Cela semble traduire une volonté de mieux associer la collectivité des actionnaires aux décisions prises normalement par la direction de la société. Deux cas de figure seront étudiés afin de juger de l'opportunité ou non de faire participer les actionnaires au processus de décision.

La cession du principal actif. La cession du principal actif d'une société cotée a ravivé le débat de l'implication des actionnaires dans la prise de décision, avec la cession de *SFR* par *Vivendi*, ainsi qu'avec la cession des activités d'énergie de la société *Alstom*. À l'origine, une telle décision revenait aux dirigeants qui pouvaient librement décider de la cession du principal actif, excepté la présence d'une clause contraire des statuts ou bien lorsque ladite cession avait pour effet de modifier l'objet social ou d'en empêcher la réalisation. L'insuffisance des textes, soient-ils de droit mou — *l'article 5.2 du Code Afep-Medef* — ou de droit dur — *l'article 236-6 du règlement général de l'AMF pris en application de l'article L.433-4 du Code monétaire et financier* — a posé la question de la participation des

¹ Art. L.226-11, al.1 Code com. : « La modification des statuts exige, sauf clause contraire, l'accord de tous les commandités ».

² Le Réour Y.-M., « Spie projette une introduction en Bourse à l'automne prochain », *L'Agefi*, le 09/04/2014

³ Chauvot M., « Le groupe SPIE monte en puissance », *Les Echos*, le 13/03/2017

actionnaires à la prise d'une telle décision ; par le biais d'une OPA, ou par la consultation de ceux-ci lors d'une assemblée *a priori* à caractère délibératif, et donc contraignante. Si la première proposition de Monsieur le Sénateur Marini n'emportait pas l'adhésion de la doctrine¹, la seconde en revanche devait être étudiée. D'une part, était fait référence au droit anglais, en ce que l'assemblée générale des actionnaires doit se prononcer préalablement à la cession d'un actif dont la valeur dépasse 25 % de l'actif total de ladite société². D'autre part, les conditions d'une assemblée générale ordinaire intervenant *a priori*, autrement dit la majorité simple était envisagée par certains, dans la mesure où cet acte s'inscrivant dans un acte de gestion courante, il serait préjudiciable qu'une minorité d'actionnaires puisse s'y opposer³.

L'Autorité des marchés financiers prenait une position-recommandation⁴ et indiquait que dès lors que la cession d'actifs significatifs modifiait substantiellement la physionomie de l'activité et la stratégie affichée par la société et intégrée par le marché, il était légitime et souhaitable de consulter l'assemblée des actionnaires préalablement ; et ce, quand bien même le droit des sociétés attribue normalement la « compétence à la direction de la société ou à son conseil d'administration ou de surveillance ». Il semblerait ici que l'AMF fasse un amalgame entre trois organes de direction qui ont pourtant des fonctions distinctes, associant les actionnaires à ladite prise de décision. En effet, Monsieur le Professeur Stéphane Torck⁵ souligne que l'Autorité de marché feint d'ignorer les différences entre les trois organes et occulte ainsi le rôle du conseil qui apparaît alors comme incapable de défendre correctement l'intérêt des actionnaires ; soit-il incompetent, ou bien parce qu'il s'apparente à la direction générale.

Toutefois, il n'est pas très intuitif que de considérer que la cession du principal actif soit une décision courante au même titre que la rémunération. De sorte qu'il est légitime de se demander ; dès lors que les décisions courantes, *telle la rémunération des dirigeants*, et ensuite les décisions plus stratégiques, *telles la cession du principal actif ou la décision de radiation*, sont laissées à l'appréciation des actionnaires, que reste-t-il du pouvoir du dirigeant et de la délégation qui lui est faite ? Associer les actionnaires au processus de décision en dépouillant le dirigeant de son pouvoir de gestion semble donc assez contestable.

¹ Gaudemet A., « La cession du principal actif d'une société cotée », *Mélanges en l'honneur de Michel Germain*, Lexisnexis, 2015, p. 349

² LR 10.2.2 « Classifying transactions », et LR 10.5 « Class 1 requirements », mentionnées par note précit.

³ Gaudemet A., « La cession du principal actif d'une société cotée », *Mélanges en l'honneur de Michel Germain*, Lexisnexis, 2015, p. 350

⁴ AMF, position-recommandation, DOC n° 2015-05, Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs, *nous soulignons*.

⁵ Torck S., « Cessions et acquisitions d'actifs significatifs », *Droit des sociétés*, n°8-9, Août 2015, comm. 153

Les mesures de défense anti-OPA. À l'inverse, peut-être est-il permis de faire un parallèle avec les mécanismes de défense anti-OPA à propos desquels la loi *Florange*¹ est venue inverser le principe de neutralité, à défaut de disposition statutaire contraire conformément à l'article 12 de la directive *OPA*². Ce principe de neutralité était celui qui prévalait jusqu'alors depuis la loi *Breton* de 2006,³ et impliquait que toute mesure susceptible de faire échouer une offre devait être approuvée ou confirmée par les actionnaires. L'objectif était de faire respecter le jeu du marché et la liberté des actionnaires, considérant que les dirigeants peuvent préférer défendre leurs intérêts propres en cas d'OPA⁴. La directive *OPA* rappelle néanmoins que l'organe d'administration ou de gestion de la société visée ne peut pas refuser aux actionnaires le droit de juger des mérites de l'offre⁵.

Désormais est permise l'intervention du conseil d'administration ou du directoire qui pourra donc prendre toute mesure de défense anti-OPA, sauf à empiéter sur la compétence de l'assemblée des actionnaires⁶. À ce titre dans son avis présenté au Sénat, Monsieur le Sénateur Todeschini avance que « La non-neutralité présente malgré tout le net avantage d'offrir aux organes dirigeants la possibilité de réagir immédiatement à l'annonce d'une OPA hostile. Cette réactivité permet notamment de mieux informer les actionnaires et de préparer toute assemblée générale qui se révélerait nécessaire pour ratifier les pistes tracées par les organes dirigeants⁷ ». À la lecture de ces termes, il est possible de comprendre que la compétence des organes dirigeants trouve pour partie son fondement dans la rapidité nécessaire à la mise en œuvre des moyens de défense qui s'accommode mal de la saisine d'une assemblée. De sorte qu'il paraît légitime de se demander si une telle rapidité pourrait justifier que la compétence des organes de direction soit maintenue en la matière. *Prima facie*, il semblerait qu'une décision de radiation ne nécessite pas une rapidité telle qui empêche le recours aux actionnaires. Mais d'une part, cela est oublier que le retrait obligatoire fait nécessairement suite à une offre, de sorte que le dispositif s'inscrit dans une logique de marché. D'autre part, il faut encore évoquer les coûts non négligeables entraînés par la cotation, qu'ils soient directement liés ou qu'ils constituent un manque à gagner, par exemple en raison de l'intégration fiscale rendue impossible.

¹ Loi de reconquête de l'économie réelle dite « Florange », n°2014-384 du 29/03/2014

² Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition : JOUE 30 avr. 2004, n° L 142/12

³ Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie dite « Loi Breton », n°2006-387 du 31/03/2006

⁴ Sénat, Desplan F., avis présenté au nom de la commission des lois constitutionnelles, de législation, du suffrage universel, du Règlement et de l'administration générale sur la proposition de loi, adoptée par l'Assemblée nationale après engagement de la procédure accélérée, *visant à reconquérir l'économie réelle*, session ordinaire de 2013-2014, n°316, 28 janv. 2014

⁵ Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition : JOUE 30 avr. 2004, n° L 142/12, art. 3,1°, c)

⁶ Cass. civ., 4 juin 1946, *Motte*

⁷ Sénat, Todeschini J.-M., Avis présenté au nom de la commission des finances sur la proposition de loi, adoptée par l'Assemblée nationale après engagement de la procédure accélérée, *visant à reconquérir l'économie réelle*, session ordinaire de 2013-2014, n°315, 28 janv. 2014, *nous soulignons*.

Aussi, une décision de radiation au même titre que le recours à un mécanisme de défense, seront forcément fondés, de sorte qu'il ne semble pas que l'intérêt social soit mis en péril par la non-participation des actionnaires. Au surplus, peuvent être mentionnés deux exemples étrangers s'agissant de la défense de l'intérêt social en cause¹. Dans l'affaire *ABN Amro*², la Cour suprême des Pays-Bas a jugé que, confronté à une offre publique, le conseil de la cible devait être guidé par les intérêts de la cible et de l'ensemble des parties prenantes, et non uniquement par l'intérêt des actionnaires³. Les juridictions de l'État du Delaware aux États-Unis estiment que les intérêts des actionnaires n'ont vocation à primer uniquement dans l'hypothèse où les administrateurs de la cible ont agi en vue d'une mise en vente de la société⁴, et non lors de la mise en œuvre d'un moyen de défense dont la validité sera étudiée à l'aune de sa juste mesure, autrement dit du caractère raisonnable de celle-ci, au regard de la menace que constitue l'offre⁵. Au cas d'espèce, les membres du *Board* justifieront forcément de la décision de radiation de la société dans la note en réponse, de sorte qu'il ne semble pas que l'intérêt de la société soit mis en cause.

Il semblerait alors que l'atteinte portée au pouvoir du dirigeant soit trop importante pour ainsi laisser la décision de radiation aux actionnaires. Toutefois, deux auteurs soulignent que de prime abord l'assemblée des actionnaires au sens collectif du terme, n'a pas vocation à prendre une décision relative à une mesure de défense dans la mesure où la logique de marché doit primer sur la logique sociétariaire⁶. Mais selon ces mêmes auteurs, ce serait oublier que les droits des actionnaires sont issus du contrat de société. Cette dernière affirmation permet donc de s'interroger sur l'opportunité de la mise en place d'un mécanisme sociétariaire — alors même qu'en France le mécanisme semble uniquement boursier — et donc de la transposition du *Scheme of Arrangement* en droit français.

¹ Pietrancosta A., Prat J.-F., « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 140

² Décision de la Cour suprême néerlandaise, 13 juill. 2007 ; Pietrancosta A., Prat J.-F., « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 140

³ “The ABN AMRO decision confirms that, despite the rise in Dutch shareholder primacy advocates, the traditional stakeholder model still prevails in Dutch corporate law. Pursuant to the Dutch stakeholder model both the managing and the supervisory board must pursue the interests of the company and all its stakeholders, and not solely those of the shareholders. When performing their tasks, boards have to weigh the interests of the shareholders, employees, customers and creditors, both in the short and the long term. It is sometimes even argued that boards should consider national, regional and other public interests (...). It rejected the shareholder model oriented view of the Enterprise Chamber, which was apparently inspired by the famous “Revlon duties” that apply to the board of a Delaware company when the company is put up for sale”, Martin D., Kanovitch K., Haas F., Epelbaum M., *Chronique/Public M&A, RTDF N°4 – 2007*, p. 111, nous soulignons.

⁴ *Revlon v. Mac Andrews and Forbes Holdings Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1985) ; Pietrancosta A., Prat J.-F., « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 140

⁵ *Uncoal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985) ; Pietrancosta A., Prat J.-F., « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 140

⁶ Martin D., Molfessis N., « Les mesures de défense anti-OPA », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 595

Section 3 : La légitimité du mécanisme

Par nature, le dispositif semble légitime (§1), néanmoins, ses modalités de mise en œuvre contreviennent fortement au principe de non-exclusion de l'actionnaire (§2).

§1 — La nature sociétaire du mécanisme

L'opportunité du mécanisme peut s'étudier d'une part quant à l'essence même de celui-ci (A), et d'autre part, au regard d'intérêts supérieurs (B) ; à savoir l'intérêt social et l'intérêt du bon fonctionnement du marché.

A. La nature du mécanisme du retrait

Afin d'envisager la transposition d'un tel mécanisme en droit français, il convient de s'interroger sur les fondements du *Scheme of Arrangement* et du retrait obligatoire.

La nature sociétaire du *Scheme of Arrangement*. La question du fondement, de l'origine d'un tel mécanisme mérite d'être soulevée, et il est alors légitime de se demander si l'existence d'un tel mécanisme sociétaire, ne trouve-t-elle pas son origine dans la conception contractuelle de la société adoptée chez les anglo-saxons. Ce débat est relativement théorique mais il permet peut-être de saisir le fondement sur lequel repose le dispositif. La théorie contractuelle place ainsi au premier plan la volonté des parties à l'origine de la création du contrat ; ce que les parties ont pu faire ensemble, elles peuvent le défaire. Cette théorie connaît toutefois quelques limites ; l'unanimité n'est généralement pas requise pour la modification des statuts, la réglementation du droit des sociétés est particulièrement détaillée ce qui ne laisse que peu de place à la volonté des parties, et enfin l'intérêt de la société peut être différent de celui des seuls actionnaires. À l'inverse, la théorie institutionnelle, implique que la société est définie à partir d'un ensemble de règles organisant de manière impérative et durable un groupement de personnes autour d'un but déterminé. Pour faire simple, admettons que la conception anglaise de la société soit une conception contractuelle, et que la conception française soit légèrement plus marquée quant à elle par la conception institutionnelle, puisque les intérêts supérieurs de la société semblent souvent prévaloir, *modulo* la société par actions simplifiées. Nous faisons ici un raccourci en présentant les choses de la sorte, mais cela permet peut-être d'expliquer la nature du mécanisme sociétaire du *Scheme of Arrangement* implanté en droit anglais. La société étant le fruit d'un contrat, il apparaît alors logique que les actionnaires participent à la décision de radiation ; cela supposerait donc une technique exclusivement sociétaire. Certains confirment alors ce postulat en affirmant que c'est bien l'approbation de l'offre par la majorité de ses destinataires, technique sociétaire donc, qui

fonde le droit d'imposer les conditions aux minoritaires ayant choisi de la refuser¹. À l'inverse, la nature du retrait obligatoire français, auquel nous cherchons donc une alternative, doit être étudiée.

La nature du retrait obligatoire. Si pour certains auteurs, « Le retrait forcé n'est pas une opération de marché autonome »², il n'en demeure pas moins que le mécanisme du retrait obligatoire est quasiment perçu, par l'ensemble de la doctrine, comme un mécanisme uniquement boursier. Certains auteurs s'élèvent même contre celui-ci en affirmant que « le retrait obligatoire n'est rien d'autre qu'un mécanisme boursier que la loi met à la disposition du majoritaire, (...) qui y trouve son propre intérêt sans se soucier de l'utilité publique, de l'intérêt du marché et de l'intérêt de ses coactionnaires³ ». À supposer que l'utilité publique du retrait obligatoire soit bien reconnue, il est légitime de se demander où se trouve le fondement de la nature boursière d'un tel dispositif, qui apparaît alors déconnecté d'une technique sociétaire.

Toutefois, un tel constat ne peut être aussi facilement dressé, dans la mesure où précède au retrait obligatoire, une offre publique qui depuis 2006, peut-être *toute offre publique*. À ce titre, Madame le Professeur Frison-Roche met en avant l'ambivalence de la nature du dispositif, en ce que la technique sociétaire de l'offre publique de retrait, d'essence contractuelle, puisque conditionnée par la volonté de chacun de contracter ou non, viendrait ainsi dénaturer la technique du retrait obligatoire, technique purement financière et contraignante⁴. De sorte qu'il semble difficile d'affirmer avec une certaine fermeté la nature exclusivement financière du retrait obligatoire qui reposerait ainsi sur les exigences du marché ; à cela, il faut ajouter le fait que « l'indemnité » versée dépend d'une évaluation multicritères et non uniquement du prix de marché. Ainsi, il semblerait que la logique française se justifie à la fois par la logique du marché, qui autorise l'exclusion, et à la fois par la logique sociétaire, qui la refuse⁵.

Il apparaît alors que ces deux logiques semblent finalement complémentaires ; le fondement reste le droit des sociétés, sur lequel le droit du marché est plus ou moins prégnant selon les législations.

De sorte que la transposition de ce mécanisme sociétaire en droit français, ne serait pas une hérésie ; tout est question de mesure et de la place qui est accordée aux fondements financier ou sociétaire. Peut-être qu'un tel mécanisme ne serait transposé à l'identique en

¹ Baj C., « Problème du droit français : prix ou valeur ? » *Les Petites affiches*, 29 nov. 1995 – n° 143-17

² Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014, p. 472

³ Schmidt D., « Réflexions sur le retrait obligatoire », *RD bancaire et bourse*, nov.-déc. 1999, n°76, p. 214, *nous soulignons*.

⁴ Frison-Roche M.-A., « L'acculturation du squeeze out en droit français », *Les Petites affiches*, 29/11/1995 – n°143, p. 13

⁵ Baj C., « Problème du droit français : prix ou valeur ? » *Les Petites affiches*, 29 nov. 1995 – n° 143-17

droit français, dont les limites seront par la suite évoquées, mais il est question ici de l'essence du dispositif, et celle-ci semble pouvoir trouver sa justification.

B. L'opportunité de la transposition d'un tel dispositif

L'opportunité du mécanisme peut être jugée au regard de l'intérêt du marché, ainsi qu'au regard de l'intérêt social.

Au regard de l'intérêt du marché. Au regard de l'intérêt du marché, peut se poser la question de l'opportunité pour les actionnaires que d'intervenir sur la décision de radiation en assemblée, alors que généralement ils retrouvent le droit de s'exprimer en répondant à une offre publique préalablement au retrait obligatoire. Il faut alors se demander si un tel mécanisme n'a pas vocation à nuire au bon fonctionnement du marché caractérisé par la liquidité et la circulation des titres, un marché à grande vitesse qui s'accommode peut-être mal de ce type de décision, qui a tendance à être assez longue comme souligné précédemment. Se pose aussi la question, d'un droit des sociétés cotées, au titre duquel doit être privilégiée la circulation des titres, et d'un droit des sociétés non cotées, où le droit des sociétés *pur* peut retrouver une place de premier plan. Certains auteurs affirmaient il y a quelques années que les juges avaient reculé devant une telle distinction qui aurait conduit à des règles techniques de plus en plus nombreuses¹. Ce constat doit néanmoins être nuancé aujourd'hui de par les restrictions qui peuvent exister dans les sociétés cotées, concernant l'exclusion des actionnaires, ou les obligations incombant auxdites sociétés, notamment s'agissant des règles de communication financière.

Au regard de l'intérêt social. Au regard de l'intérêt social, une telle décision de l'assemblée empêchera des situations de blocage, à l'image de *XPO*, où la situation est bloquée seulement en raison de la participation acquise par le fonds *Elliott* ; le minoritaire prend le contrôle de la situation, engendrant des obligations et des coûts en conséquence pour la société. Avec une décision prise par l'assemblée, qui plus est à la majorité des 75 % à l'image du droit anglais, ou bien à la majorité des deux tiers à l'image du droit français pour les décisions modificatives des statuts, il apparaîtra alors plus facile de se radier, et une majorité aussi élevée, peu importe la définition de l'intérêt social retenue, répondra généralement de l'intérêt de la société. Ce constat présente néanmoins deux insuffisances.

D'une part, en France, les sociétés sont majoritairement des sociétés contrôlées, de sorte que l'actionnaire contrôlant, agissant seul ou de concert, aura généralement une forte influence sur

¹ Frison-Roche M.-A., Nussenbaum M., « Le retrait obligatoire n'est pas contraire à la Convention européenne des droits de l'homme et son prix ne varie pas par rapport à l'offre de retrait », *Recueil Dalloz*, 1998, p. 334

la décision définitive, qui *in fine* ne représentera pas nécessairement l'intérêt de l'ensemble des actionnaires, mais sera plutôt le fruit de la décision de l'actionnaire contrôlant.

D'autre part, cette intervention des actionnaires suppose que ceux-ci s'impliquent réellement dans ledit vote, alors même que certains usent de manœuvres pour opérer une cession temporaire de titres afin d'obtenir des droits de vote supplémentaires lors d'une assemblée. Ce type de manœuvre n'est d'ailleurs pas exclusivement utilisée par les *hedge funds*, puisque l'État français¹ avait recours à cette méthode dans le conflit qui l'opposait à *Renault* il y a deux ans, lui permettant ainsi d'augmenter sa participation dans le capital de ladite société, et donc d'obtenir une minorité de blocage². Plus récemment, *Vivendi* avait recours à l'emprunt de titres dans l'affaire *Gameloft*, lui permettant de franchir le seuil de l'offre publique obligatoire de ladite société³.

Doit aussi être mentionné le rôle grandissant des agences de conseil en vote⁴ faisant des recommandations sur les projets de résolution. Bien entendu, le risque ne sera probablement pas le même pour les sociétés contrôlées ou non, mais il convient d'envisager la question. Tout d'abord, ces agences de conseil en vote semblent diffuser des résolutions qui laissent place à une certaine forme d'uniformisation blâmable, omettant alors la typologie des marchés et des sociétés. Par ailleurs, ces agences de conseil en vote interviennent en tant que mandataires de certains actionnaires. À l'extrême, s'est développée une pratique de *proxy fight*, qui peut avoir vocation à déstabiliser une société par la collecte des mandats opérée par ces agences, qui peut leur conférer un réel pouvoir déstabilisateur, voire leur permettre d'exercer de manière détournée, un certain contrôle sur la société⁵. À supposer que la compétence de l'assemblée générale soit étendue, il faudrait probablement renforcer, en contrepartie, la régulation des *proxy advisors*, ou du moins responsabiliser un peu plus les actionnaires. L'Autorité de marché⁶, la Commission européenne⁷, et l'ESMA⁸ ont tour à tour émis des recommandations à propos de ces agences de conseil en vote⁹. En termes de réglementation, seule une recommandation de l'AMF trouve à s'appliquer aujourd'hui¹⁰.

¹ Torck S., « L'Etat, cet actionnaire activiste », *Les Echos*, le 30/04/2015

² Amiot M., Boisseau L., « Renault : cinq questions clés sur le bras de fer avec l'Etat », *Les Echos*, le 20/04/2015

³ Martin D., Kanovitch B., Haas F., « L'affaire Gameloft », *Chronique/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°1 – 2017

⁴ Boisseau L., « Le rôle grandissant et inquiétant des agences de conseil en vote », *Les Echos*, le 02/02/2016

⁵ Deniaud C., Vermeille S., « Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition (OPA) en France : quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? », *RTDF N°4 – 2013, N°1 – 2014*, p. 116

⁶ AMF, *Rapport Mansion pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France*, 6 sept. 2005 ; AMF, *Rapport Poupart-Lafarge sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées*, 7 fév. 2012

⁷ Commission européenne, *Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, 5 avril 2011

⁸ ESMA, *Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options*, 22 mars 2012

⁹ Torck S., « AMF : un pas de plus vers la régulation des agences de conseil en vote », *Droit des sociétés*, n°7, Juillet 2011, comm. 14 ;

Torck S., « Rapport final de l'ESMA sur les agences de conseil en vote », *Droit des sociétés*, n°5, Mai 2013, comm. 87

¹⁰ Recommandation AMF, n°2011-06, *Agences de conseil en vote*

Néanmoins, la récente directive *Droits des actionnaires*¹ apporte des précisions quant à la transparence des agences de conseil en vote : l'article 3 *undecies* prévoit notamment que les conseillers en vote devront publier un certain nombre d'informations relatives à leurs recherches, conseils et recommandations de vote, telles que les éléments essentiels des méthodes et recommandations qu'ils appliquent, les procédures mises en place pour garantir la qualité de ces recherches, la prise en compte de situations juridiques, réglementaires et de marchés nationales, ainsi que les situations propres à la société². Toutefois, cette directive étant d'harmonisation minimale, il conviendra de juger de l'efficacité du dispositif à l'avenir ; la transposition de ces dispositions nécessitera au moins, d'un point de vue formel, l'utilisation du droit dur accompagnée de sanctions en conséquence, et sur le fond, devra être détaillé le contenu de l'obligation d'information sur les méthodes mises en œuvre, et l'obligation de se référer à un code de bonne conduite³.

Dernière insuffisance du processus à noter ; le délai de recours à une telle assemblée, qui d'ailleurs se fait sous le contrôle du juge en droit anglais, s'accommode mal de décisions stratégiques qui doivent être prises rapidement.

Si par essence, ce type de dispositif peut être le bienvenu au regard de l'intérêt social, les modalités de celui-ci doivent donc faire l'objet d'un examen critique.

§2 — L'atteinte au principe de non-exclusion d'un actionnaire

Le droit de rester actionnaire d'une société est un droit fondamental (A), de sorte qu'il faut s'interroger sur le bienfondé d'une telle atteinte, pour ensuite en étudier la proportionnalité (B).

A. Le droit fondamental de rester actionnaire

Monsieur le Professeur Viandier rappelle le caractère fondamental du droit de rester actionnaire, et qu'il peut uniquement y être porté atteinte en cas de mésentente, ou bien lorsque cela est nécessaire à la survie de la société⁴. Le premier cas de mésentente ne paraît ici pertinent, alors que le second mérite d'être étudié. À ce propos, l'atteinte portée au droit de rester associé lorsque cela est nécessaire à la survie de la société a notamment été envisagée par la jurisprudence puis par la doctrine, « à la double condition que la société soit insolvable et qu'elle ne soit plus viable⁵ ». Dans un premier temps, la Cour de cassation avait admis la

¹ Directive (UE) 2017/828 du Parlement et du Conseil du 17 mai 2017, modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, publiée au JOUE le 20/05/2017, n° L 132/1

² Gilbert F., « Révision de la directive "Droits des actionnaires" », *RTDF* N°1 – 2017, p. 46

³ Coupet C., « Révision de la directive Droit des actionnaires », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2017, n°04, p. 276

⁴ Viandier A., « Le retrait obligatoire », *RJA* 1994, p. 783

⁵ Cozian M., Viandier A., Deboissy F., *Droit des sociétés*, Lexisnexis, 30^{ème} éd., 2017, p. 506

validité du coup d'accordéon sans suppression du droit préférentiel de souscription, qui permettait d'assurer la survie de la société¹. Elle admettait ensuite la suppression de ce dernier, à supposer que la pérennité de la société soit en jeu, sans y voir une mesure d'expropriation au sens de l'article 545 du Code civil, ni une rupture d'égalité entre les actionnaires². Toutefois, celle-ci a récemment précisé que le simple fait que les capitaux propres soient devenus inférieurs à la moitié du capital social, n'était pas nécessairement le signe que la survie de la société était en jeu³. En l'espèce, il semble donc difficile d'admettre l'exclusion d'une large partie des actionnaires pour mettre en œuvre l'opération de retrait. Deux fondements pourraient être trouvés, bien que leur fragilité soit incontestable.

D'une part, mais là encore Madame le Professeur Caroline Coupet souligne la faiblesse du raisonnement, l'opération pourrait être envisagée au regard de l'intérêt social à l'image de l'arrêt du 11 janvier 2017, en ce que les juges du fond ont relevé que l'opération avait pour objectif d'évincer les minoritaires, alors que cette éviction n'était pas justifiée par l'intérêt social. En somme, « soit l'opération a pour unique objectif de satisfaire l'intérêt social et elle est valable ; soit l'opération satisfait certes l'intérêt social puisqu'elle recapitalise la société, mais là n'est pas son seul objectif, et elle s'avère frauduleuse ». Ici, pourrait peut-être être trouvée une brèche pour justifier de l'exclusion des actionnaires. La conformité à l'intérêt social devra alors être largement prouvée, pour tenter de faire face à la fermeté de la jurisprudence néanmoins relativement floue sur certains points, sur lesquels il est donc permis de se placer.

D'autre part, il serait envisageable de substituer une opération « essentielle au bon fonctionnement de la société » à l'opération « nécessaire à la survie » de celle-ci. Cela rejoint d'ailleurs le premier constat, dans la mesure où ce type d'opération sera nécessairement conforme à l'intérêt social. Il faudrait alors plaider un assouplissement de la jurisprudence, étayant ainsi son argumentation avec les raisons motivant la radiation : qu'elles soient financières, *en raison des inconvénients liés à la cotation devenus trop importants au vu des bénéfices retirés*, structurelles, ou plus généralement toute autre raison justifiant la décision de radiation. Il serait donc nécessaire de se prévaloir d'un intérêt supérieur pour pouvoir mettre ainsi en échec le droit de rester actionnaire.

Enfin, il serait envisageable de mettre en place un mécanisme légal, permettant ainsi à une assemblée statuant à la majorité renforcée de se prononcer sur la radiation, comme elle est amenée à le faire sur les décisions modificatives des statuts. Il ne nous semble pas que

¹ Cass. com., 17 mai 1995, n°91-21.364, *Bourgeois c/ Sté Usinor*

² Cass. com., 18 juin 2002, n°99-11.000, *Assoc. Adam c/ Sté l'amy*

³ Cass. com., 11 janv. 2017, n°14-27.053, *Sté la Clinique de la Ciotat c/ Sté centre d'hémodialyse de Provence-Aubagne*

d'autres dispositifs puissent être envisageables, tant les mécanismes d'exclusion sont limités dans les sociétés cotées. Il convient toutefois d'étudier la proportionnalité de ladite mesure, qui soulève quelques hésitations.

B. La proportionnalité de l'atteinte

La proportionnalité de l'atteinte peut ici être remise en question, dans la mesure où dans le dispositif anglais, au moins 25 % des associés sont potentiellement exclus de la société. Plusieurs arguments peuvent alors être invoqués.

En premier lieu, il serait possible de dire qu'une parfaite symétrie serait alors établie avec les conditions d'introduction ; en effet s'agissant des conditions spécifiques aux titres de capital, il existe une condition de diffusion minimum des titres au moment de l'admission. L'émetteur doit offrir au moins 25 % de ses titres au public afin qu'il y ait une liquidité suffisante. Sur *Euronext*, à la seule discrétion de l'entreprise de marché, un pourcentage plus faible au vu du nombre élevé de titres concernés et de leur répartition dans le public est possible. Un tel pourcentage réduit ne pourra toutefois être inférieur à 5 % du capital souscrit représenté par la catégorie de titres concernée et il devra représenter une valeur d'au moins cinq millions d'euros sur la base du prix de souscription.¹ La symétrie serait alors parfaite, à supposer que cette majorité de 75 % soit conservée. En France toutefois, les décisions modificatives des statuts sont normalement adoptées à la majorité des deux tiers. Il conviendrait donc d'étudier un renforcement de ladite majorité, ce qui n'est, hormis le cas particulier de l'unanimité, pas prévu en droit français.

Toutefois, si la symétrie est envisageable, il n'en demeure pas moins que cette atteinte semble disproportionnée. À ce titre, si l'abaissement du seuil du *squeeze out* est déjà difficile à envisager, il semblerait ici qu'une décision de la majorité des actionnaires ne saurait, à elle seule, justifier une telle atteinte. Quantitativement, jamais n'est admise une telle exclusion, et finalement peut-être que celle-ci trouve son fondement uniquement dans la conception contractuelle anglaise, et semble donc difficilement transposable en France. Par ailleurs, un actionnaire contrôlant pourrait alors exclure les autres actionnaires assez aisément. Le droit de propriété et le droit fondamental de rester associé semblent trop mis en échec.

Tant sur le fondement, que quantitativement, cette atteinte apparaît alors difficilement envisageable. Nous pourrions imaginer qu'un groupe d'actionnaires, représentant un certain pourcentage du capital, puisse demander la convocation d'une telle assemblée au moins à titre

¹ Règles de marché d'Euronext, Livre I : règles harmonisées, date d'émission 27 février 2017, p. 63

consultatif. Bien évidemment, l'acte contraire à un tel avis est généralement mal perçu, de sorte que la direction devra s'en expliquer.

Conclusion du Chapitre Second. Il semblerait que le *Scheme of Arrangement* soulève trop de problématiques au regard des principes fondamentaux français ; à savoir, le pouvoir de gestion du dirigeant et le principe de non-exclusion d'un actionnaire. Une transposition à l'identique du mécanisme serait donc difficilement envisageable. En revanche, ce dispositif pourrait néanmoins être utilisé dans des opérations intragroupe qui emporteraient la radiation d'une société, dans la mesure où la participation d'une société au sein de l'autre sera nécessairement élevée et les contraintes liées au dispositif seront donc amoindries ; et à ce titre, le *Scheme* est souvent utilisé au Royaume-Uni pour des opérations de ce type¹.

¹ Boardman N., Weng Wong H., "Public tender offers launched by French Companies in UK", in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexus Litec, 2009, p. 750

Titre II : La — rarissime — radiation pour faible liquidité

Les règles de radiation pour manque de liquidité étant fixées par Euronext, il convient, en amont, d'étudier ladite entité, et principalement la question de sa légitimité (Chapitre Premier). Sera ensuite étudiée la procédure de radiation pour faible liquidité en elle-même (Chapitre Second).

Chapitre Premier : La légitimité de l'entreprise de marché

En vue de mettre en lumière les quelques écueils du dispositif, l'étude de l'entreprise de marché s'articulera principalement autour de son statut (Section 1), et de l'activité exercée par celle-ci (Section 2). De manière à ne pas rendre cette étude trop fastidieuse, seuls les points mettant en exergue les quelques difficultés que nous entendons soulever seront envisagés ; l'étude proposée ne portera donc sur l'entreprise de marché prise dans sa globalité.

Section 1 : Le statut de l'entreprise de marché

Dans un premier temps, sera étudié le fondement sur lequel la légitimité de l'entreprise de marché repose (§1), pour ensuite mettre en avant l'ambiguïté du statut de ladite entité (§2).

§1 — Le fondement de la légitimité de l'entreprise de marché

En l'absence de légitimité politique (A), il semblerait que la légitimité de l'entreprise de marché soit finalement de nature économique (B).

A. L'insuffisante légitimité politique

« Il est évident d'affirmer que toute action et tout mécanisme doivent être légitimes et efficaces, mais du postulat à la réalité, l'écart peut être grand et de ce fait la critique aisée »¹. S'agissant du marché financier, l'Etat a toujours considéré qu'il ne pouvait pas assurer en direct le contrôle de l'organisation et du fonctionnement dudit marché, et que pour ce faire, il devait s'appuyer sur des professionnels soumis à son contrôle².

L'Autorité des marchés financiers issue de la fusion entre le Conseil des marchés financiers, la Commission des bourses de valeurs et le Conseil de discipline de la gestion financière, a été instituée par la loi dite de sécurisation financière du 1^{er} août 2003³. Le fondement politique semble alors solidement acquis, même si selon certains « identifier le

¹ Frison-Roche M.-A., « Réversibilité entre légitimité et efficacité dans les systèmes de régulation », *Les régulations économiques : efficacité et légitimité*, coll. « Droit et Economie de la Régulation », Presses de Sciences Po/Dalloz, 2004, pp. 195-198

² Lepetit J.-F., « Etat, juge et régulateur », *Les Petites affiches*, 23/01/2003, n°17, p. 9

³ Loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurisation financière, JORF n°177 du 2 août 2003, p. 13220

législateur comme source unique et première, c'est s'exposer à des reproches lorsque l'autorité de marché prend quelque liberté avec le texte de loi¹ ».

Euronext SA est une société commerciale de droit privé, et n'a donc un lien que très indirect, pour ne pas dire inexistant, avec les représentants du peuple. N'étant pas une institution à proprement parler, est vite apparue la nécessité de reconnaître dans la loi, *a minima*, l'entreprise de marché ; « Il serait préférable d'introduire un article permettant de dégager, dans la loi, le concept d'entreprises de marché »². L'article L.421-2 du Code monétaire et financier énonce ainsi qu'un marché réglementé est géré par une entreprise de marché, mais aucune trace de réelle habilitation législative ne peut être trouvée ; seule une reconnaissance par le ministre chargé de l'Économie est exigée³. Un auteur note à ce titre une réelle déconnexion entre les marchés financiers et les pouvoirs publics, fruit de la distinction des « activités de réglementation d'un marché réglementé, à celle d'organisation de ce marché⁴ ». De sorte que démocratiquement, le constat d'un manque de légitimité apparent peut rapidement être dressé.

Cette question de la légitimité a parfois été soulevée à l'identique pour les régulateurs ; un travail de comparaison peut donc être effectué. L'enjeu est crucial, dans la mesure où un dysfonctionnement, voire une crise, au sein de ladite entité, peut avoir de lourdes conséquences. Il ne faut pas oublier que si l'Autorité des marchés financiers est intéressée au risque de système qui est désormais élevé au rang d'intérêt public⁵, il semblerait que l'entreprise de marché le soit tout autant.

Dans une perspective européenne, quelques spécificités peuvent être notées. Tout d'abord, l'entreprise de marché chypriote est une entreprise publique sous la gouvernance de l'État et dont les administrateurs sont nommés par le Gouvernement⁶. En Belgique, la gestion du marché des rentes d'État, anciennement confiée au Fonds des Rentes, est désormais laissée à l'Agence fédérale de la Dette par la loi du 25 octobre 2016. La Banque centrale espagnole gère également le marché de la dette publique, et la Banque centrale grecque, le marché secondaire électronique⁷. Ainsi, de manière générale, la gestion des marchés réglementés, et particulièrement du marché actions qui intéresse la présente étude, est confiée à une société

¹ Frison-Roche M.-A., « Les qualités du régulateur face aux exigences du droit », *Les Petites affiches*, 23/01/2003, n°17, p. 15

² Sénat, Marini P., Rapport n° 254, Session ordinaire de 1995-1996, p.141

³ Art. L.421-4 Code mon. fin.

⁴ De Vauplane H., « Commentaire du règlement COB n°96-01 relatif au droit d'opposition », *Bull. Joly Bourse*, le 01/01/1997, n°01, p. 17

⁵ CJUE, 19 juill. 2016, aff. C-526/14, *Tadej Kotnik et a. c/Drzavni zbor Republike Slovenije* ; CJUE, 8 nov. 2016, aff. C-41/14, *Gérard Dowling et a. c/ Minister of Finance*.

⁶ Barban P., *Les entreprises de marché*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 179

⁷ Présentation annotée des marchés réglementés et dispositions nationales mettant en œuvre les exigences de la DSI (directive 93/22/CEE du Conseil), JOUE 04/11/2008, n°C280/5

commerciale de droit privé, et non à une entité étatique, ce qui pose la question de sa légitimité économique.

B. La légitimité économique

La déconnexion progressive des marchés financiers de la tutelle des pouvoirs publics¹, conduit à se demander si, à défaut de trouver sa légitimité dans un fondement politique, *Euronext SA* ne dispose-t-elle pas d'une légitimité inhérente, ou encore d'une légitimité économique dans son efficacité².

Quid d'une légitimité inhérente. Faute de disposer d'une légitimité politique, la question peut se poser d'une légitimité inhérente à l'entreprise de marché. À propos du régulateur, l'exercice de son pouvoir est conditionné par une habilitation législative ; s'agissant du règlement général de l'AMF, la loi lui délègue le soin de prendre des mesures d'application précises, et ladite Autorité doit rendre des comptes au législateur. Si l'AMF tente parfois de pallier les insuffisances de la loi, notamment dans l'affaire *Gilaspi*³ dans laquelle l'Autorité de marché a recours à la notion anglaise de « *beneficial owner* », il n'en demeure pas moins que de manière générale, elle ne s'arroge de pouvoirs exorbitants, et au pire, la cour d'appel de Paris interviendra⁴, pour ensuite que le législateur réagisse en conséquence⁵. Il y aurait alors, une sorte de contre-pouvoir de part et d'autre qui inciterait à une autolimitation, et qui fonderait ainsi la légitimité de l'organisme étudié ; cela renvoie au principe américain de *checks and balances*⁶. Or, en l'espèce, en 2007, l'Autorité des marchés financiers perd son droit d'opposition à la décision de radiation prise par l'entreprise de marché⁷, qui n'est plus qu'une simple décision commerciale, alors même que l'Autorité des marchés financiers, anciennement la Commission des bourses de valeurs, semblait assurer la protection de l'épargne publique et ainsi en assumer la responsabilité⁸. Si certes aujourd'hui les pouvoirs publics exercent un certain contrôle sur l'entreprise de marché — qui sera étudié par la suite —, il est difficile de conclure à une légitimité inhérente de celle-ci.

Quid d'une légitimité dans l'efficacité. Toutefois, peut-être faut-il trouver dans la légitimité d'Euronext, l'incompétence de l'État à assurer la mission dont l'entreprise de marché est investie, et donc y voir le début de son efficacité. Par ailleurs, *Euronext SA* est une société

¹ De Vauplane H., « Commentaire du règlement COB n°96-01 relatif au droit d'opposition », *Bull. Joly Bourse*, 01/01/1997, n°01, p. 17

² Frison-Roche M.-A., Conclusion du volume, « Réversibilité entre légitimité et efficacité dans les systèmes de régulation », *Les régulations économiques : efficacité et légitimité*, coll. « Droit et Economie de la Régulation », Presses de Sciences Po/Dalloz, 2004, pp. 195-198

³ AMF, sanct., 28 janv. 2013, *Sté Gilaspi et M. M. Eisenberg*

⁴ CA Paris, P. 5, ch. 7, 26 juin 2014, n°2014-014955

⁵ Torck S., « Franchissement de seuils exclusivement indirect : la fin du désordre », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n°04, p. 133

⁶ Frison-Roche M.-A., « Ambition et efficacité de la régulation économique », *Revue de Droit bancaire et financier*, Nov.-Déc. 2010

⁷ Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

⁸ De Vauplane H., « Commentaire du règlement COB n°96-01 relatif au droit d'opposition », *Bull. Joly Bourse*, le 01/01/1997, n°01, p. 17

commerciale cotée sur son propre marché, de sorte qu'intuitivement, il semblerait que celle-ci ait tout intérêt à ce que le marché fonctionne de manière efficiente. Toutefois, Madame le Professeur Frison-Roche met en avant la fragilité de ce fondement, dans la mesure où il repose sur le bon accueil des décisions par les acteurs soumis à celles-ci : la démocratie de marché fonde alors la légitimité de la normativité économique¹. Néanmoins, si ce constat peut être dressé pour certains régulateurs, la remarque n'est pas transposable à l'identique pour l'entreprise de marché ; *Radiall* en est un exemple, dans la mesure où ladite société a fermement contesté l'application par Euronext des règles de marché en combinaison avec les dispositions législatives. Elle ne pouvait pour autant se soustraire à l'autorité de l'entreprise de marché, dans la mesure où celle-ci garde la main sur la décision de radiation ; qu'elle soit ou non accueillie avec faveur, il n'est pas possible de s'en arroger. Aussi, Madame le Professeur Frison-Roche note que si l'efficacité valait légitimité, alors les crises majeures révélant l'inefficacité des régulations auraient dû anéantir les régulations et les secteurs sous-jacents ; ce qui n'est pas le cas en l'espèce. Une nuance doit être apportée à ce dernier constat, dans la mesure où la difficile radiation peut avoir un effet dissuasif particulièrement important² — « certains émetteurs et professionnels craignant que l'entrée en bourse soit un choix “sans ticket de retour” »³ — et aujourd'hui, le nombre de radiations est largement supérieur à celui de cotations⁴. Une légitimité économique par la nécessité peut donc être constatée. À ce titre, la notion de « consensus de place » et ainsi la puissance du droit financier sont assez parlantes et traduisent de cette autonomie⁵. Le rapport Giami-Rameix relevait également que la stratégie dont fait preuve l'entreprise de marché s'est avérée pionnière et appropriée au marché européen et mondial⁶, prenant ainsi en compte les intérêts de l'ensemble des participants au marché⁷.

Au gré de ces propos, il semblerait donc que la légitimité de l'entreprise de marché repose sur son efficacité ; le fondement est toutefois fragile et, au regard de l'ambiguïté du statut de l'entreprise de marché, peut donc être dressé le constat d'une légitimité, à certains égards, quelque peu insuffisante, invitant donc à réfléchir à un renouvellement de celle-ci.

¹ Leroy C., « De la normativité économique en démocratie de marché... », disponible sur http://chrisleroy.free.fr/normativite_economique.htm, 20/01/2002

² Gattaz Y., « ETI, n'entrez pas en bourse vous ne pourriez pas en sortir ! », *Lettre d'actualité ASMEP ETI*, n° 22, nov. 2010.

³ Giami Th., Rameix G., *Rapport Giami-Rameix sur le financement des PME-ETI par le marché au ministre de l'Economie et des Finances*, Nov. 2011

⁴ AMF, Rapport annuel de 2016, p. 9 (introductions) et p. 65 (retraits)

⁵ Frison-Roche M.-A., Nussenbaum M., « Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires », *Revue de Droit bancaire et de la Bourse*, 1995, p. 56

⁶ Giami Th., Rameix G., *Rapport Giami-Rameix sur le financement des PME-ETI par le marché au ministre de l'Economie et des Finances*, Nov. 2011

⁷ Barban P., « Affaire Radiall c/ Euronext : clarification des règles régissant les radiations volontaires d'instruments financiers », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°5, 2 févr. 2017, 1075

§2 — L’ambiguïté du statut de l’entreprise de marché

L’ambiguïté du statut de l’entreprise de marché résulte du fait que l’entreprise de marché est une société commerciale de droit privé cotée sur son propre marché (A), et qui par conséquent, est étroitement contrôlée par les pouvoirs publics (B).

A. Une société commerciale de droit privé autcotée

L’article L.421-2 du Code monétaire et financier énonce qu’« *Un marché réglementé est géré par une entreprise de marché. Celle-ci a la forme d’une société commerciale. Lorsque l’entreprise de marché gère un marché réglementé régi par les dispositions du présent code, son siège social et sa direction effective sont établis sur le territoire de la France métropolitaine ou des départements d’outre-mer ou du Département de Mayotte ou de Saint-Barthélemy ou de Saint-Martin. L’entreprise de marché doit satisfaire à tout moment aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.*

L’entreprise de marché effectue les actes afférents à l’organisation et l’exploitation de chaque marché réglementé qu’elle gère. Elle veille à ce que chaque marché réglementé qu’elle gère remplisse en permanence les exigences qui lui sont applicables. ».

Une société commerciale de droit privé. Par définition, une société commerciale de droit privé est instituée en vue de partager des bénéfices ou de profiter de l’économie qui pourra en résulter¹. *Expressis verbis*, Euronext SA a bien vocation à tirer profit de son activité, et cela est le fruit de la démutualisation des bourses. En effet, en raison du contexte de mutation politique, et donc économique, le rapport Pérouse² de 1981, mit en lumière la nécessité de rénover le système financier français ; la réforme de dématérialisation du marché financier par la loi du 20 décembre 1981³ s’en suivit. Cette évolution technique rendait alors nécessaire une refonte du mécanisme de la mutualisation ; la démutualisation est ainsi le fait de la loi du 22 juillet 1988⁴. Le système financier était alors supervisé d’une part, par un organisme professionnel disposant de prérogatives de puissance publique, et d’autre part, par la « Société des bourses françaises », société anonyme investie d’une mission d’intérêt général, en charge de l’exploitation de la bourse⁵. L’Union européenne prit ensuite le pas sur cette évolution, et la directive du 10 mai 1993⁶ transposée par la loi du 2 juillet 1996⁷, créa un statut de marché réglementé commun et emporta création du statut d’entreprise de marché, société

¹ Art. 1832 Code civ.

² Pérouse M., Rapport sur la modernisation des méthodes de cotation, d’échange et de conservation du marché des valeurs mobilières, La documentation française, 1980

³ Loi de finances pour 1982 n°81-1160 du 30 décembre 1981

⁴ Loi n° 88-70 du 22 juillet 1988 sur les bourses de valeur

⁵ Barban P., *Les entreprises de marché*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 15

⁶ Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d’investissement dans le domaine des valeurs mobilières

⁷ Loi n°96-97 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières

commerciale qui a pour activité d'assurer le fonctionnement d'un marché réglementé d'instruments financiers. Par la suite, la directive concernant les marchés d'instruments financiers (*MIF*)¹ conféra de nombreuses prérogatives à l'entreprise de marché, que la directive et le règlement *MIF 2*² ne modifient que légèrement. Quoi qu'il en soit, ce recours à la société anonyme pour Euronext Paris lui permettra de lever plus facilement des capitaux. Ce rappel historique — très largement résumé — conduit à se demander si une société commerciale, qui poursuit son propre intérêt, est-elle la plus à même de remplir la mission si particulière dont elle est investie. Il convient alors de revenir sur la nature de cette mission.

Une mission de service public ? Dans un premier temps, le caractère de service public fut reconnu par la loi³, puis par la jurisprudence⁴ aux marchés territoriaux. Ce caractère fut ensuite reconnu aux bourses de commerce et de valeurs⁵. Toutefois, l'analogie n'est qu'imparfaite d'un point de vue fonctionnel avec les marchés réglementés, dans la mesure où les bourses de commerce et de valeurs étaient autrefois gérées par les chambres de commerce et d'industrie, qui sont des établissements publics⁶, alors qu'aujourd'hui, le marché réglementé est organisé par l'entreprise de marché, société commerciale de droit privé. La jurisprudence est néanmoins venue reconnaître qu'un organisme de droit privé puisse être chargé d'une mission de service public⁷; soit il s'agit d'une « personne privée qui assure une mission d'intérêt général sous le contrôle de l'administration et qui est dotée à cette fin de prérogatives de puissance publique et est chargée de l'exécution d'un service public », ou bien « en l'absence de telles prérogatives, une personne privée doit également être regardée, dans le silence de la loi, comme assurant une mission de service public lorsque, eu égard à l'intérêt général de son activité, aux conditions de sa création, de son organisation ou de son fonctionnement, aux obligations qui lui sont imposées ainsi qu'aux mesures prises pour vérifier que les objectifs qui lui sont assignés sont atteints, il apparaît que l'administration a entendu lui confier une telle mission ». D'une part, il semblerait que le but d'intérêt général puisse être reconnu aux marchés réglementés, et plus particulièrement à son bon fonctionnement, garanti par une sévère répression pénale. D'autre part, eu égard aux fonctions de l'entreprise de marché, qui organise et exploite le marché, et aux pouvoirs dont celle-ci est

¹ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004, concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, publiée au JOUE le 30/04/2004, n° L 145/1

² Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, publiée au JOUE le 16 juin 2014, n° L 174/349

³ Art. L.2224-8 du Code général des collectivités territoriales

⁴ CE. sect., 22 avr. 1977, *Michaud*

⁵ Cass. civ., 21 juin 1943, *Compagnie agricole d'arbitrage c/ Chambre syndicale du commerce des sucres de Paris*

⁶ Delvolvé P., « Droit boursier et droit public », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 246

⁷ CE. sect., 22 fév. 2007, *Assoc. du personnel relevant des établissements pour inadaptés*

investie, il semblerait qu'un but d'intérêt général puisse être reconnu. Toutefois, certains auteurs estiment que le législateur n'a pas entendu conférer à la mission dont est investie l'entreprise de marché, le caractère d'une mission de service public¹. D'autres n'émettent aucune réserve à ce sujet eu égard au caractère très particulier du régime de l'entreprise de marché². Ce dernier point entraînera des conséquences quant au pouvoir normatif de l'entreprise de marché, à propos duquel des développements seront consacrés par la suite. Il convient néanmoins de se demander si une société commerciale de droit privé, cotée sur son propre marché, est la plus à même de remplir cette mission — *soit-elle, ou non, qualifiée de service public ?*

Autocotation. L'autocotation peut créer un conflit à propos de la liquidité, qui pourrait conduire à admettre, de manière plus accommodante, certaines activités spéculatives. Monsieur Boujnah, directeur général d'Euronext, affirme que « l'instrument de la performance, c'est souvent l'indépendance qui permet la concentration sur des objectifs opérationnels³ » ; l'indépendance d'Euronext doit donc être assurée. Toutefois, un auteur met en avant le fait que la majeure partie des gains d'Euronext, provient de l'activité de négociation⁴, et cette liquidité profitera naturellement à l'entreprise cotée sur son propre marché. Si Euronext s'efforce d'améliorer constamment la liquidité de son marché, cela pourrait ainsi avoir pour effet de nuire à la mission de régulation dont est investie l'entreprise de marché, qui doit néanmoins respecter un devoir de neutralité et d'impartialité⁵. Ceci justifia au Royaume-Uni que cette activité de contrôle des émetteurs soit désormais confiée au régulateur, la *Financial Services Authority*⁶. Ce modèle avait d'ailleurs inspiré quelque sénateur français, mais n'a finalement pas abouti⁷. Certains estiment même que ce transfert de compétence est insuffisant, et prônent une obligation de double cotation pour les bourses⁸. Le site internet même de l'entreprise de marché indique que celle-ci cherche à améliorer la fréquence des transactions⁹. De cette première difficulté, en découle une seconde liée à l'activité de *sponsoring*, puisqu'à l'extrême, le *trading* haute fréquence, et plus particulièrement le *trading* algorithmique, pourrait être facilité, tant les transactions sur les ordres sont rapides, et les frais perçus proportionnels. Cette technique, qui en soi, n'est pas

¹ Delvolvé P., « Droit boursier et droit public », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 248

² Barban P., *Les entreprises de marché*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 521

³ Cuny D., Mabile P., « Le Nasdaq européen existe, c'est Euronext », Interview de Stéphane Boujnah, *La Tribune*, le 07/04/2017

⁴ Barban P., *Les entreprises de marché*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 196

⁵ Art. 512-3 RG AMF

⁶ Barban P., *Les entreprises de marché*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 228

⁷ Marini P., « L'avenir du droit des offres publiques », *Les Petites affiches*, 29/11/1995, n°143, p. 34

⁸ OCDE, Rapport, *Le rôle des bourses dans le gouvernement d'entreprise*, Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, 15 juin 2009, p. 18

⁹ <https://www.euronext.com/fr/investors/regulated-information/contrat-de-liquidite>

illégal, et qui est même dans une certaine mesure, souhaitable pour les marchés¹, présente pour autant de sérieux risques du fait de la surcharge des systèmes de négociation, des dysfonctionnements des algorithmes, de la manipulation des marchés ou encore de l'amplification des tendances du marché. Néanmoins, une décision de la commission des sanctions de l'AMF² a suscité quelques inquiétudes à ce sujet, condamnant à la fois *Euronext SA*, et la société *Virtu Financial Europe Ltd*. Au terme de la procédure, *Euronext SA* est condamnée pour manquement professionnel pour défaut de neutralité et d'impartialité, et pour atteinte à l'intégrité du marché, pour avoir dispensé la société *Virtu* du ratio imposant aux membres une limitation dans leur faculté d'ordres ou de placement d'ordres non cohérents, permettant ainsi d'éviter une surcharge du système de négociation. La société *Virtu* quant à elle, est reconnue coupable du manquement de manipulation de marché, et du manquement à ses obligations professionnelles, sur le fondement des règles de marché d'*Eurolist*³. Cette condamnation de la société *Euronext SA*, met en avant le conflit particulier auquel est confrontée ladite société. Peut-être faudrait-il transférer à l'Autorité de marché, par voie de délégation législative, les fonctions d'organisation du système, en ce compris la radiation⁴.

Économiquement, le statut de l'entreprise de marché semble justifié, mais si *prima facie*, le conflit est apparent, la solution du manque de légitimité politique, apparaît dans le contrôle effectué par les pouvoirs publics.

B. Une entité contrôlée par les pouvoirs publics

Le contrôle opéré par les pouvoirs publics se matérialise d'une part, par la reconnaissance de l'entreprise de marché, et d'autre part, par la reconnaissance du marché qu'elle entend gérer. La première décision est laissée à l'Autorité de marché, tandis que la seconde est réservée au ministre de l'Économie, après avis de l'AMF.

Contrôle sur l'entreprise de marché. L'AMF contrôlera notamment l'actionnariat de l'entreprise de marché, l'honorabilité des dirigeants, les ressources financières dont elle dispose, ainsi que son programme d'activité. L'AMF sollicitera l'avis de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution sur l'organisation, les moyens humains, techniques et matériels, ainsi que les ressources financières dont dispose l'entreprise de marché⁵.

¹ Barrière F., « Réflexion sur l'utilité du trading à haute fréquence », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°4, Juillet 2016, dossier 29

² AMF, sanct., 4 déc. 2015, *Sociétés Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd*

³ Barban P., « Précisions relatives aux devoirs d'Euronext et au pouvoir normatif des entreprises de marché », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n° 04, p. 164

⁴ Barban P., *Les entreprises de marché*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 300

⁵ Art. 511-5 RG AMF

Contrôle sur le marché. L'AMF se prononcera, principalement, sur les règles de marché posées par l'entreprise de marché¹, c'est-à-dire les règles qui définissent les conditions d'admission des membres du marché, les conditions d'admission des titres aux négociations sur le marché, et enfin celles organisant les négociations².

Vérification. L'AMF vérifiera également que ces règles de marché sont conformes aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur³, que les moyens humains, financiers et matériels dont dispose l'entreprise de marché sont adaptés à la gestion du marché réglementé concerné, et que l'entreprise de marché dispose de mécanismes de sécurité⁴, autrement dit, de mécanismes assurant le dénouement efficace et en temps voulu des transactions exécutées.

Reconnaissance. Ensuite, l'AMF proposera au ministre de l'Économie⁵, qui gardera la main sur la décision définitive, la reconnaissance du marché prévue par l'article L.421-4 du Code monétaire et financier, se matérialisant ensuite par un arrêté de reconnaissance publié au Journal officiel⁶, ou son retrait prévu à l'article suivant.

Difficulté. Toutefois, ni l'AMF, ni une quelconque autorité, n'ont la mainmise sur le pouvoir qu'exerce l'entreprise de marché, et généralement, une fois que l'AMF interviendra, les dommages seront causés. L'affaire *Radiall* en est une illustration, dans la mesure où à la suite de la suppression des règles alors applicables, l'AMF demanda à l'entreprise de marché de « définir un cadre plus précis sur les critères pris en considération par l'entreprise de marché pour décider de la radiation et clarifier les motifs que peut invoquer l'émetteur pour demander la radiation de ses titres⁷ », mais une large part du contentieux est déjà engagée. Bien entendu, cette possibilité pour l'Autorité de marché que d'intervenir de la sorte aura certainement un effet dissuasif pour l'entreprise de marché, qui peut d'ailleurs se voir retirer sa qualité⁸. Cette affaire illustre la nécessité de trouver un équilibre ; à la fois, il ne faudrait trop chercher à brider l'entreprise de marché dans l'exercice de ses prérogatives et dans sa gestion — d'autant plus qu'il s'agit d'une société de droit privé —, mais pour autant, il ne faudrait lui laisser une latitude trop importante. Pourrait être envisagé de faire intervenir l'Autorité de marché plus en amont, ou encore, de transférer à cette dernière certaines prérogatives.

Ce contrôle fonctionnel et structurel de l'entreprise de marché met néanmoins en lumière les quelques failles du dispositif, à savoir des conflits d'intérêts particuliers, qui ne peuvent

¹ Art. 511-9 RG AMF

² Art. L.421-10 Code mon. fin.

³ Art. L.421-10 Code mon. fin.

⁴ Art. 511-8 RG AMF

⁵ Art. 511-10 RG AMF

⁶ Art. D421-5 Code mon. fin.

⁷ Euronext, Instruction du 9 juillet 2013 relative aux modifications du Livre I des règles harmonisées d'Euronext concernant l'admission et les obligations permanentes des émetteurs

⁸ Art. L.421-5 Code mon. fin.

être évités dans leur totalité. Doit alors être étudiée l'activité de l'entreprise de marché, afin d'en relever les éventuelles insuffisances, notamment dans l'exercice de son pouvoir, qui apparaît comme étant un véritable pouvoir de régulation.

Section 2 : L'activité de l'entreprise de marché

L'activité de l'entreprise de marché s'étudie au regard de ses fonctions (§1), et de son pouvoir (§2), entendu au sens large du terme.

§1 — Le rôle de l'entreprise de marché

L'entreprise de marché est soumise à certaines obligations (B), pour répondre au mieux de sa mission d'organiser et d'exploiter le marché (A).

A. Les fonctions de l'entreprise de marché

L'entreprise de marché est investie de deux fonctions, à savoir une fonction d'organisation du marché réglementé, ainsi qu'une fonction d'exploitation¹.

Organisation. La fonction d'organisation dont est investie l'entreprise de marché consiste pour celle-ci à poser et définir des règles afin d'organiser techniquement le marché, et donc de permettre une négociation équitable et ordonnée. Elle fixe également les conditions d'admission des membres du marché. Pour cela, elle doit élaborer des règles transparentes et non discrétionnaires, et ainsi fixer des critères objectifs².

Exploitation. L'entreprise de marché a également pour fonction d'exploiter le marché réglementé. Pour cela, elle pourra conclure des contrats dits d'*admission comme membre*, avec l'ensemble des professionnels qui souhaitent devenir membres du marché réglementé. Elle percevra à ce titre des revenus correspondant à un coût d'entrée et à un coût annuel. Des contrats de *cotation* ou de *liquidité* pourront ensuite être conclus avec les émetteurs, moyennant une commission. L'ensemble de ces contrats sera donc source de revenus pour l'entreprise de marché.

Difficulté. Deux remarques. D'une part, mais ce point sera étudié de manière plus approfondie par la suite, il semblerait que via les pouvoirs dont dispose l'entreprise de marché, celle-ci puisse adopter des règles relatives à la radiation³ qui pourront parfois entrer en compétition avec le retrait obligatoire, et conduiront probablement, *dans leur effet*, à un traitement assez atterrant des actionnaires minoritaires, et ce en l'absence même d'habilitation législative. D'autre part, si l'entreprise de marché se doit de poser des règles non

¹ Art. L.421-2 Code mon. fin.

² Art. L.421-10 Code mon. fin.

³ Art. P 1.4.2 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français

discrétionnaires, il n'en demeure pas moins que l'application de celles-ci laissera place à une certaine interprétation de sa part. Dans l'affaire *Radiall*, l'entreprise de marché a pu faire preuve d'une certaine interprétation, dans la mesure où l'article 6905/1 (i) des règles harmonisées alors en vigueur, combiné à l'article L.421-15, II du Code monétaire et financier, lui permet de prononcer la radiation d'un instrument financier précédemment admis à la négociation si cet instrument ne remplit plus les conditions d'admission fixées par les règles de marché, et que sa radiation n'est pas susceptible de léser de manière significative les intérêts des investisseurs, ni de compromettre le fonctionnement ordonné du marché. Ainsi, il est aisé de constater la marge d'interprétation laissée à Euronext par la loi, quant à la prise en compte de l'intérêt des investisseurs ou du bon fonctionnement du marché, qui s'applique indifféremment en cas de radiation « sanction », ou à la demande de l'émetteur¹. L'entreprise de marché viendra ainsi étudier la situation des investisseurs, notamment des actionnaires minoritaires, qui ne bénéficieront plus de la liquidité, caractéristique fondamentale du contrat d'investissement auquel ils avaient adhéré. Toutefois, le contrôle du juge² invitera l'entreprise de marché à effectuer un travail rigoureux en la matière.

B. Les obligations de l'entreprise de marché

Cet aspect sera évoqué rapidement, dans la mesure où il ne constitue pas un enjeu crucial dans le cadre de notre étude.

L'entreprise de marché est astreinte à un certain nombre d'obligations, parmi lesquelles figurent des obligations techniques. En effet, l'entreprise de marché se doit d'assurer la sécurité du système. Pour cela elle doit notamment disposer de procédures d'urgence pour faire face à un éventuel dysfonctionnement. Elle doit également mettre en œuvre des mécanismes visant à faciliter le dénouement efficace et en temps voulu des transactions³.

Au gré des conflits auxquels peut être confrontée l'entreprise de marché, celle-ci se doit de prendre les dispositions nécessaires en vue d'assurer le bon fonctionnement du marché. Ainsi, l'entreprise de marché doit prendre les mesures nécessaires en vue de détecter, prévenir et gérer les potentiels effets dommageables de tout conflit d'intérêts, et de disposer en permanence d'une organisation permettant d'identifier ces risques⁴. L'entreprise de marché doit également adopter des règles de déontologie applicables aux membres des organes

¹ Cass. com., 6 déc. 2016, n°15-10.275, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

² Barban P., « Affaire Radiall c/ Euronext : clarification des règles régissant les radiations volontaires d'instruments financiers », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°5, 02/02/2017, p. 1075

³ Art. L.421-11, I, 4° et 5° Code mon. fin.

⁴ Art. L.421-11, I, 1° et 2° Code mon. fin.

d'administration, de direction et de surveillance, aux dirigeants, salariés et préposés, et en vérifier le respect¹ ; à ce titre, l'entreprise de marché établit un règlement intérieur².

L'entreprise de marché participe également à la transparence du marché³ en diffusant des informations sur le déroulement des transactions⁴, notamment résultant du règlement du 10 août 2006 pris en application de la directive *MIF*⁵. Il s'agit ainsi d'une obligation de déclaration des transactions, dans la période pré-négociation, ou post-négociation⁶. Cette obligation est essentielle dans la mesure où elle va permettre aux prestataires de service d'investissement de connaître le volume des ordres en attente sur chaque valeur, le cours auquel s'établissent les valeurs du fait de ces demandes, et le prestataire pourra ainsi répondre au mieux de son obligation de *best execution*. À l'inverse, l'obligation de transparence *pre-trade*, qui consiste à déclarer⁷ et ensuite enregistrer⁸ toutes les transactions réalisées sur le marché, permettra éventuellement à l'AMF de disposer d'éléments pour une éventuelle enquête sur une manipulation du cours par exemple.

Enfin, l'entreprise de marché a une obligation de signalement à l'Autorité de marché, de toutes les irrégularités qu'elle constate de nature à perturber le bon ordre du marché⁹, comme toute violation d'une règle de marché et de tout soupçon d'abus de marché.

§2 — Le pouvoir de l'entreprise de marché

L'emploi du singulier pour désigner le pouvoir de l'entreprise de marché est voulu ; il semblerait que celle-ci exerce un véritable pouvoir de régulation. À ce titre, doivent être étudiés son pouvoir normatif (A), et son pouvoir autoritaire (B) ; prenant la forme d'un pouvoir de contrôle et de supervision, puis d'une éventuelle sanction. Il ne s'agit pas là de faire un énoncé complet et fastidieux des pouvoirs de l'entreprise de marché, mais simplement de tenter de mettre en lumière les éventuelles difficultés.

A. Un pouvoir normatif

Dichotomie. Les règles applicables au marché sont élaborées par une pluralité d'acteurs, parmi lesquels figurent l'AMF, ainsi que l'entreprise de marché. L'AMF se voit réserver un

¹ Art. L.421-11, I, 3° Code mon. fin.

² Art. 512-8 RG AMF

³ Art. 514-5 RG AMF

⁴ Couret A., Le Nabasque H., Coquelet M.-L., Granier T., Poracchia D., Raynouard A., Reygrobellet A., Robine D., *Droit financier*, Dalloz, 2^{ème} éd., 2012, p. 37, §43

⁵ Règlement CE n°1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des négociations, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive, publié au JOUE le 02/09/2006, n° L241/1

⁶ Art. 29 du Règlement CE n°1287/2006 de la Commission du 10 août 2006, art. 514-5 et s. RG AMF

⁷ Art. 514-9 RG AMF

⁸ Art. 514-10 RG AMF

⁹ Art. L.421-12, al.2 Code mon. fin.

certain domaine, notamment celui des offres publiques obligatoires, qui s'explique par des raisons d'ordre public, notamment d'ordre public de protection s'agissant de la protection des actionnaires minoritaires, et en raison de la hiérarchie des normes, qui invite à penser que les règles posées par l'entreprise de marché ne sont, en principe, que le prolongement des normes adoptées par l'Autorité de marché¹.

Nature des règles adoptées. Cette question de la nature des règles adoptées par l'entreprise de marché rejoint celle du caractère ou non de service public conféré à la mission de l'entreprise de marché. En découlera ainsi la compétence d'un juge. S'agit-il d'une règle de nature contractuelle, ou bien l'entreprise de marché est-elle investie d'un pouvoir de nature réglementaire.

Analyse contractuelle. L'analyse contractuelle consiste à dire que, étant donné la volonté du législateur d'exclure les entreprises de marché de la qualification d'organisme de droit privé chargé d'une mission de service public et doté de prérogatives de puissance publique, leurs actes ne sont pas des actes administratifs. En conséquence, le juge administratif n'est pas compétent pour connaître de ce contentieux². Néanmoins, l'entreprise de marché est amenée à prendre des mesures particulières, notamment à propos de l'admission d'instruments financiers et d'actifs aux négociations³, de la suspension de la négociation, de la radiation d'un instrument financier⁴ ou pour le contrôle du respect des règles de marché⁵. Dès lors, un auteur, à défaut de reconnaître des actes administratifs, y voit des décisions unilatérales déterminant les droits et obligations sans l'accord des intéressés, ce qu'il reconnaît comme étant l'une des caractéristiques essentielles de l'acte administratif⁶. Les décisions de publication prises par l'entreprise de marché, notamment concernant le prix à l'achat et à la vente, et le nombre d'instruments financiers correspondants⁷, laisseraient à penser que ces décisions sont de véritables actes administratifs. Toutefois, l'article L.421-18 du Code monétaire et financier précise que les relations entre une entreprise de marché et les membres du marché réglementé qu'elle gère sont de nature contractuelle. Le Tribunal des conflits décida en conséquence, qu'il appartient à la juridiction judiciaire de connaître du litige opposant l'entreprise de marché à l'un de ses membres⁸, qui se plaint du remplacement de la

¹ Bonneau T., « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *RTD Com.* 1999, p. 257

² Delvolvé P., « Droit boursier et droit public », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 254

³ Art. L.421-14 Code mon. fin.

⁴ Art. L.421-15 Code mon. fin.

⁵ Art. L.421-12 Code mon. fin.

⁶ Delvolvé P., « Droit boursier et droit public », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 254

⁷ Art. L.421-1 Code mon. fin.

⁸ T.- confl., 13 déc. 2004, n°3418, *EURL Guibor c/ Sté Euronext Paris : Juris-Data n°2004-263559*

cotation à la criée par un système de négociation par voie informatique¹. Une sorte de hiérarchie apparaît donc, au sommet de laquelle se situent les organes gouvernementaux, pour lesquels les qualifications de droit public sont incontestables. L'Autorité de marché ensuite, pour laquelle les mêmes qualifications prévalent. Et enfin, les entreprises de marché, qui bien qu'ayant un rôle relativement semblable à une autorité publique, ne sont investies d'une mission de service public, et prennent, en conséquence, des actes de droit privé². Or, cette seule analyse contractuelle se trouve affaiblie eu égard à la portée des règles adoptées par l'entreprise de marché, puisqu'elles s'imposent à tout investisseur intervenant sur le marché, et non seulement aux membres du marché.

Pouvoir normatif. D'autres affirment que, même s'il s'agit d'une société commerciale de droit privé, l'entreprise de marché est investie d'un pouvoir de nature réglementaire, édictant donc des règles transparentes et non discrétionnaires. Certains ont vu dans les actes pris par l'entreprise de marché, des actes unilatéraux pris sur le fondement d'une délégation de pouvoir consentie par chacun des membres du marché et des émetteurs, les qualifiant ainsi d'actes réglementaires de droit privé ; qualification dont la souplesse confère à son auteur un pouvoir de modification unilatérale, tout en le soumettant au contrôle du juge judiciaire³. La cour d'appel de Paris proposa ensuite une distinction entre les actes qui relèvent de la satisfaction de l'intérêt général, revêtant donc un caractère administratif à condition qu'ils aient été approuvés et publiés, des décisions d'ordre purement technique et commercial, qui ne sauraient avoir un tel caractère⁴, en ce compris la gestion quotidienne des marchés⁵. Si la nature purement privée ou publique de la réglementation adoptée ne peut donc être établie, il n'en demeure pas moins que la majorité de la doctrine s'accorde à y voir des mesures de nature réglementaire ; la loi opérant alors un véritable glissement du pouvoir normatif⁶. D'autres auteurs voyaient dans les règles établies par l'entreprise de marché, une catégorie hybride, illustrant la force de l'ordre public financier⁷. Concernant la radiation plus particulièrement, les travaux préparatoires de la loi de 1996 définissaient la radiation comme « une opération technique, du ressort de la seule gestion commerciale du marché »⁸. Le

¹ T.- confl., 13 déc. 2004, *Droit des sociétés*, n°4, Avril 2005 comm. 75 ; Bonneau T., « Compétence judiciaire », *Droit des sociétés*, n°4, Avril 2005, comm., 75

² Delvolvé P., « Droit boursier et droit public », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexus Litec, 2009, p. 254

³ Barban P., « Précisions relatives aux devoirs d'Euronext et au pouvoir normatif des entreprises de marché », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n°04, p. 164

⁴ CA Paris, 18 mars 2003 : *Juris-Data* n°2003-204244

⁵ CA Paris, 28 janv. 2000 : *RTD com.* 2000, p. 388, note Y. Reinhard

⁶ Drummond F., Bonneau T., *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^{ème} éd., 2010, §560, pp. 769, 770

⁷ Méadel J., *Les marchés financiers et l'ordre public*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2007, p. 380

⁸ Cuntz N., « Affaire Radiall/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12

contentieux a donc vocation à être porté devant le juge judiciaire, y compris s'agissant du refus de radiation, ce qui n'a pas été remis en question depuis.

À propos de la radiation, l'entreprise de marché dispose donc d'un pouvoir normatif à caractère réglementaire, dont les règles seront toutefois soumises à l'approbation de l'AMF¹, et dont le contentieux a vocation à être porté devant le juge judiciaire². Ces règles ont le mérite de, en raison de leur souplesse, pouvoir prendre en compte les intérêts de l'ensemble des participants au marché, et ainsi de contribuer à son bon fonctionnement³.

L'efficacité de ce pouvoir ne serait pas pleine et entière sans le pouvoir autoritaire dont dispose l'entreprise de marché.

B. Un pouvoir autoritaire

Le pouvoir autoritaire de l'entreprise de marché s'exerce, dans un premier temps, sous la forme d'un pouvoir de contrôle et de surveillance, et ensuite, sous la forme d'un pouvoir de sanction disciplinaire. L'entreprise de marché exerce alors un pouvoir de contrainte sur ses membres, qui semble provenir de l'adhésion de tous ses sujets qui se sont librement soumis aux règles établies par l'entreprise de marché ; certains y voient une sorte de « contrat social »⁴.

Pouvoir de contrôle. Le pouvoir de contrôle de l'entreprise de marché s'exerce notamment par le biais d'un pouvoir de décision individuelle. En effet, l'admission et le maintien comme membre d'un marché réglementé relèvent de la compétence des entreprises de marché⁵, tout comme les décisions en matière d'admission des instruments financiers aux négociations, et de radiation⁶. Comme rappelé précédemment, les règles prises par l'entreprise de marché doivent être transparentes et non discrétionnaires, et reposer sur des critères objectifs⁷. Ainsi il semblerait que l'entreprise de marché ne dispose pas d'un pouvoir absolu en la matière.

Mission de surveillance. L'entreprise de marché veille à ce que chaque marché réglementé qu'elle gère respecte les exigences qui lui sont applicables⁸, et surveille le bon déroulement des transactions sur celui-ci⁹. Elle surveille également les transactions effectuées par les membres du marché, en vue de détecter tout manquement auxdites règles, toute condition de négociation de nature à perturber le bon ordre du marché ou tout comportement

¹ Par exemple, AMF, Décision du 23 juin 2015 de modification des règles de radiation d'Euronext Paris (Livre II) et d'Alternext Paris

² Pour un exemple, Cass. com., 6 déc. 2016, n°15-10.275, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

³ Barban P., « Affaire Radiall c/ Euronext : clarification des règles régissant les radiations volontaires d'instruments financiers », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°5, 2 févr. 2017, 1075

⁴ Méadel J., *Les marchés financiers et l'ordre public*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2007, p. 397

⁵ Drummond F., Bonneau T., *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^{ème} éd., 2010, p770, §560

⁶ Art. L.421-15 Code mon. fin.

⁷ Art. L.421-17 Code mon. fin.

⁸ Art. L.421-2, al.2 Code mon. fin.

⁹ Art. L.421-12, al. 1, Code mon. fin.

potentiellement révélateur d'une manipulation de cours, d'une diffusion d'information, ou d'une opération d'initié¹. Certains ont suggéré de renforcer cette fonction de surveillance, trop laissée pour compte à l'Autorité de marché par l'entreprise de marché, impliquant ainsi, « au premier chef, (...) le membre du marché, puis (...) l'entreprise de marché, et *in fine* (...) le régulateur »².

Pouvoir de sanction disciplinaire. L'entreprise de marché est également investie d'un pouvoir de sanction à l'encontre des membres du marché qui auraient violé une règle de marché. La sanction peut par exemple prendre la forme d'une suspension du droit de négocier, ou même le retrait d'un instrument de la négociation³. Ce pouvoir répressif ne s'exerce pas tant sur des règles prévues exclusivement à cet effet, mais la normativité de ces règles se concentre plus dans leur finalité, ce qui conduit à alléger la charge de la preuve⁴. Il s'agit là d'un relai intéressant pour l'AMF, l'entreprise de marché constituant ainsi un premier filtre de contrôle. La radiation « sanction »⁵, envisagée dans l'affaire *Radiall*, résultant de la combinaison des anciens articles L421-15, II du Code monétaire et financier, et 6905/1 (ii) (c) des règles harmonisées d'Euronext, en est un exemple.

Ce n'est pas tant une rédaction très précise des textes qui est recherchée, contrairement à la méthode traditionnellement utilisée en matière répressive, mais c'est la finalité de la règle qui est invoquée. Ce souci répond de la nature des règles adoptées et de l'objectif poursuivi, à savoir assurer le bon fonctionnement du marché.

¹ Art. L.421-1, al.1, Code mon. fin.

² AMF, 4^{ème} coll. de la Commission des sanctions, 5 oct. 2011 ; Barban P., *Les entreprises de marché*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 80

³ Art. 41 Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004, concernant les marchés d'instruments financiers, publiée au JOUE le 30/04/2004, n° L 145/1

⁴ Frison-Roche M.-A., « Une "politique de sanction" peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2009, n° Spécial, p. 445

⁵ T. com., Paris, 14 déc. 2012, *SA Radiall c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim* ; Cuntz N., « Affaire Radiall/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12

Conclusion du Chapitre Premier. De ces quelques lignes, apparaît la nécessité de renforcer, sur certains aspects, la légitimité de l'entreprise de marché. À l'extrême, les fonctions exercées par celle-ci pourraient être dispersées, notamment la fonction d'exploitation ainsi dissociée de la fonction de régulation, qui pourrait se voir confiée à l'Autorité des marchés financiers, pour une plus grande neutralité et impartialité. Néanmoins, ce serait oublier la raison d'être d'Euronext, société commerciale de droit privé ; en effet, une telle forme sociale a notamment été choisie afin de répondre à un besoin de financement¹. Une autre solution reviendrait à confier la fonction de régulation à une entreprise tierce², spécifiquement créée pour cela ; telle est la solution adoptée aux États-Unis avec la *Financial Industry Regulatory Authority*. A fortiori, une habilitation législative, ou au moins la reconnaissance d'une mission de service public exercée par l'entreprise de marché permettrait peut-être d'en renforcer la légitimité ; mais se posera alors la périlleuse question de la concurrence à l'égard de ses semblables. *A minima*, un contrôle accru des pouvoirs publics sur l'entreprise de marché pourrait être envisagé, laissant ainsi une place moins importante à son appréciation, au moins dans certains domaines, dans lesquels les conflits d'intérêts sont évidents et difficilement évitables. À ce titre, l'ancien droit d'opposition de l'Autorité de marché sur la décision de radiation³, auquel succède étonnement⁴ un droit réservé au Président de l'AMF — *ès qualités* — de demander sur requête la suspension ou la radiation d'un instrument financier⁵, s'il ne pouvait être rétabli à l'identique, pourrait néanmoins inspirer cette réforme. Le domaine laissé à l'entreprise de marché lui permettant de prononcer la radiation pourrait également être revu ; peut-être en ne lui laissant que la possibilité de prononcer une radiation « sanction », tout en conférant à l'AMF un droit d'opposition, et ainsi éviter que l'entreprise de marché fasse « le ménage » dans la cote selon son bon plaisir »⁶.

Qu'importe la solution choisie, le constat peut tout de même être dressé que laisser l'entreprise de marché décider ainsi de la radiation est quelque peu, surprenant.

¹ Daigre J.-J., « Euronext : en route vers le futur ! », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°2, Mars 2001, alerte 100011

² Barban P., *Les entreprises de marché*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015, p. 439

³ Torck S., « De la suppression du droit d'opposition de l'AMF, suite et fin », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janvier 2008, comm. 30

⁴ Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

⁵ Art. L.421-15, I, al. 2 et L421-15, II, al. 2 Code mon. fin.

⁶ Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

Chapitre Second : Perfectionner la radiation pour faible liquidité

La procédure de radiation pour faible liquidité soulevait initialement de nombreuses difficultés (Section 1), qui ont finalement conduit à la modification des règles de marché (Section 2). Les quelques écueils persistants peuvent conduire à vouloir contourner les difficultés liées à la radiation (Section 3).

Section 1 : Une procédure initialement délicate

L'articulation des dispositions législatives et des règles de marché est rendue délicate (§3), de par l'autonomie dont dispose l'entreprise de marché dans l'emploi d'une mesure déséquilibrée (§1), qui se doit néanmoins de garantir la protection des intérêts des investisseurs (§2).

§1 — L'autonomie d'une mesure déséquilibrée

L'entreprise de marché dispose d'une marge d'autonomie pour prononcer la radiation pour faible liquidité (A), au détriment des investisseurs (B).

A. Le déséquilibre au détriment des investisseurs

Enjeu. Outre la sortie de cote, l'enjeu résulte de la disparition du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne¹. En effet, depuis le 1^{er} avril 2009, dès lors qu'une société obtient la radiation de ses titres, elle échappe aux contraintes liées à la cotation, notamment en termes d'information au public ; contraintes légitimes² mais qui peuvent être dirimantes pour certaines sociétés, notamment eu égard aux informations privilégiées à divulguer résultant d'une lourde réglementation³ dont les impératifs ne cessent de croître. En effet, jusqu'alors, la société émettrice restait soumise à la plupart des obligations liées à la cotation, de sorte que la radiation volontaire n'avait guère d'intérêt. La suppression du statut de société faisant appel public à l'épargne vient modifier cela en profondeur, bien qu'elle n'entraîne pas une suppression absolue de toute obligation⁴.

Pour les investisseurs. Pour les investisseurs, la radiation aura pour effet de leur faire perdre le bénéfice de la liquidité assurée par le marché secondaire, et des garanties offertes par la cotation ; à savoir une information transparente, dont les manquements pourront être sévèrement punis, et une protection contre les abus de marché, qui connaissent également une sévère répression⁵.

¹ Ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière

² Chacornac J., « Les nouvelles obligations de transparence des sociétés cotées », *Revue Banque et Droit*, n°173, Mai-Juin 2017

³ Bonneau T., « Règlements délégués et règlements d'exécution », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°05, Sept. 2016, comm. 219

⁴ Bonneau T., « Commentaire de l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière », *La Semaine Juridique Edition Générale* n°20, 13 mai 2009, doct. 143

⁵ Daigre J.-J., « La radiation de la cote, une mesure autonome ; le "flottant", une notion de fait », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 192

Pour la société. La société quant à elle, se trouvera libérée de la plupart des obligations liées à la cotation. À l'inverse du retrait obligatoire, l'utilisation de cette procédure de radiation simple lui permet également de ne pas avoir à « indemniser » les minoritaires¹.

Déséquilibre. Le déséquilibre est alors évident entre l'intérêt que présente la radiation pour la société, et les conséquences qu'elle produit pour les actionnaires minoritaires. Toutefois, eu égard aux contraintes liées à la cotation, la société ne pourrait se retrouver prisonnière du marché. Ce dernier aspect produit aujourd'hui un effet dissuasif pour les sociétés hésitant à se coter et que la Place souhaite amoindrir². Cet équilibre, entre le droit pour la société de demander sa radiation et la protection des minoritaires, est le but qu'entend atteindre l'article L.421-15, II du Code monétaire et financier, imposant à l'entreprise de marché de prendre en compte les intérêts des investisseurs et le bon fonctionnement du marché, avant de décider de la radiation. De sorte que, pour pallier ce déséquilibre, la radiation à l'initiative de l'émetteur n'est pas de droit.

Affaire Radiall. En l'espèce, *Radiall* est cotée depuis 1989 en raison de la cession, par *la Compagnie du Midi*, un actionnaire minoritaire, de sa participation dans le public³. Plusieurs raisons conduisent *Radiall* à vouloir sortir de la cote ; en termes de financement, elle n'a jamais eu besoin de recourir au marché, et est par ailleurs l'unique société de son secteur à être cotée et souffre à ce titre d'un défaut de compétitivité⁴, en raison des contraintes liées à la cotation parmi lesquelles la publication de nombreuses informations. De sorte que, la société, souhaitant mettre fin aux contraintes et aux coûts liés à la cotation — qui s'élèvent environ à 400 000 euros par an⁵ —, initie, en janvier 2010 une offre publique de rachat (OPRA) et une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) à titre subsidiaire, combinées à une OPAS visant ses bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (BSAAR). La famille *Gattaz* avait alors pour objectif de mettre en œuvre le retrait obligatoire, ce qu'elle ne réussit à faire. Le capital étant alors réparti comme suit ; 86,68 % était détenu par la famille *Gattaz*, 2,07 % était autodétenu par la société, et quatre actionnaires minoritaires se partageaient 11,25 % parmi lesquels, la société *Orfim*, qui au cours de l'offre, avait franchi le seuil de 5 %, et ainsi porté sa participation à hauteur de 6,67 % du capital, empêchant également la mise en œuvre de la radiation prévue par l'article 6905/1 des règles de marché. Euronext, confirmée par le tribunal de commerce de Paris, s'oppose à cette demande de radiation. Là, l'entreprise de marché met fin au déséquilibre imaginable.

¹ Daigre J.-J., « La radiation de la cote, une mesure autonome ; le “flottant”, une notion de fait », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 192

² Daigre J.-J., « Euronext fait un lifting... », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2017, n°04, p. 249

³ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

⁴ Trebaul A., « Radiall peine à sortir de la cote », *Option Finance*, le 09/05/2017

⁵ Trebaul A., « Radiall peine à sortir de la cote », *Option Finance*, le 09/05/2017

B. L'indépendance de l'entreprise de marché

L'autonomie dont dispose l'entreprise de marché peut s'étudier quant au pouvoir dont celle-ci dispose, et à l'aune de l'articulation des dispositions législatives et des règles de marché applicables.

Autonomie de l'entreprise de marché. Comme mentionné précédemment, l'Autorité de marché perd son droit de regard sur l'entrée et la sortie de la cote. Seul le Président de l'AMF dispose du droit de requérir la radiation d'un instrument financier auprès de l'entreprise de marché. Le jugement étudié mentionne également un avis du collège de l'AMF qui avait considéré que « la radiation dans la situation actuelle de *Radiall* léserait les intérêts des investisseurs ». Le tribunal précise que cet avis a un caractère purement consultatif et non obligatoire, mais a néanmoins « une valeur certaine » ; sans disposer d'un pouvoir absolu, l'entreprise de marché est donc largement autonome. Par conséquent, « l'entreprise de marché peut prendre toute décision à caractère général ou individuel utile à la mission qui lui a été confiée, elle est donc seule décisionnaire pour apprécier les conséquences d'une éventuelle radiation ». Dès lors qu'un émetteur l'a saisie d'une demande de radiation, elle n'a « pas d'obligation d'y répondre positivement »¹.

Articulation des dispositions législatives et des règles de marché. Les règles de marché harmonisées alors applicables prévoyaient plusieurs cas de radiation. L'article 6905/1 (ii) envisageait l'hypothèse de la radiation « sanction », dès lors qu'*Euronext Paris SA* c) considère que moins de 5 % des titres restent disponibles pour la négociation sur le marché. Aujourd'hui, l'entreprise de marché peut également subordonner la radiation à toutes conditions supplémentaires qu'elle juge appropriées², et cette décision doit respecter certains principes directeurs ; à savoir, la protection des intérêts des investisseurs et le fonctionnement ordonné du marché³. L'article L.421-15, II du Code monétaire et financier énonce que, sauf exception, la radiation peut être prononcée dès lors que « l'émetteur ne remplit plus les conditions d'admission fixées par les règles de marché ». Deux limites à cette combinaison. D'une part, l'entreprise de marché dispose d'une faculté de prononcer la radiation des titres en vertu des règles de marché. D'autre part, celle-ci doit apprécier si la radiation « est

¹ T. Com. Paris, 14 déc. 2012, n°2011031755, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

² Art. 6905/5 des règles harmonisées : « L'entreprise de Marché d'Euronext Compétente peut subordonner une radiation de Titres à toutes conditions supplémentaires qu'elle juge appropriées »

³ Art. L.421-15, II Code mon. fin. version en vigueur du 21 oct. 2010 au 22 fév. 2014 : « La radiation d'un instrument financier peut être décidée par l'entreprise de marché lorsqu'il ne remplit plus les conditions d'admission fixées par les règles du marché sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché », nous soulignons.

susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le bon fonctionnement du marché ».

La prise en compte d'intérêts supérieurs. Si l'entreprise de marché n'a pas l'obligation de répondre positivement à la demande de radiation, elle devra néanmoins en justifier « au regard des missions qui lui sont confiées, à savoir le bon fonctionnement du marché et la protection des investisseurs »¹. Le tribunal estime en l'espèce que le bon fonctionnement du marché n'est pas en cause, et que le refus de radiation doit se justifier au regard de la protection des investisseurs.

Le bon fonctionnement du marché. En l'absence de précision particulière, il faut avoir égard aux notions dégagées dans des matières connexes. À ce titre, l'article 18,2) de la directive du 28 mai 2001², énonce que le fonctionnement normal et régulier du marché est présumé assurer, à compter d'un seuil de diffusion effectif des titres dans le public de 25 %. En deçà, certains auteurs estiment que l'entreprise de marché devra procéder à une analyse *in concreto* du fonctionnement du marché, et en conséquence, de sa liquidité, pour en justifier³.

L'intérêt des investisseurs. Le marché secondaire, en principe, doit non seulement offrir des garanties aux investisseurs, comme énoncé précédemment, mais il se doit aussi d'assurer la liquidité des transactions. Cette appréciation, pour étudier si l'intérêt des investisseurs est ou non compromis, peut rejoindre celle adoptée dans le cadre de l'offre publique de retrait faisant suite à une fusion⁴, en vertu de laquelle sont étudiés le profil des investisseurs, le pouvoir dont ceux-ci disposent à l'issue de l'opération, ou encore la liquidité du nouvel ensemble⁵. Cette question fera l'objet de développements plus approfondis.

Recours juridictionnel. Un auteur note également que le tribunal innove en permettant un recours contre une décision de refus de radiation⁶, cas non prévu par les textes. Cette décision est à saluer.

§2 — La protection de l'intérêt des investisseurs

La protection des investisseurs est assurée par l'étonnant recours aux usages (B), et l'incertaine appréciation quantitative de la notion de flottant (A).

¹ T. Com. Paris, 14 déc. 2012, n°2011031755, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

² Directive 2011/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2011, concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, publiée au JOUE le 06/07/2011, n° L 184/1

³ Cuntz N., « Affaire Radiall/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12

⁴ Art. 236-6 RG AMF

⁵ AMF., déc. 15 mai 2009, n°209C0678, *Ciments Français – Italcementi*

⁶ T. com., Paris, 14 déc. 2012, *SA Radiall c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim* ; Cuntz N., « Affaire Radiall/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12

A. L'incertaine appréciation quantitative

Enjeu. L'enjeu est de savoir si la participation de la société *Orfim* doit ou non être prise en compte dans le calcul du flottant, et donc de décider de la radiation de la cote qui, du fait de la faible liquidité du titre, rend la cotation « dépourvue de sens sur un marché anémié »¹. Sans plus de précision, le tribunal de commerce considère que « le fait que le “flottant” d'un titre soit supérieur à 5 % du capital de ce titre constitue un critère objectif pour juger que la radiation porterait atteinte à la protection des investisseurs »². Ce critère objectif prend la forme d'un critère quantitatif, c'est-à-dire en ayant égard au nombre d'investisseurs concernés. Un critère subjectif sera étudié dans un second temps.

« **Chiffre pivot** ». Si, pour reprendre les termes de Madame le Professeur Anne-Catherine Muller, ce seuil de 5 % apparaît comme un « chiffre pivot » à plus d'un titre — en ce qu'il permet le déclenchement du retrait obligatoire ou de l'OPR à la demande des minoritaires³ — il n'en demeure pas moins que celui-ci ne doit, peut-être pas, être apprécié de manière uniforme selon les cas de figure, eu égard aux nombreuses conséquences qu'il emporte. En effet, il eut été possible de considérer que *Orfim*, quoique n'entrant pas dans le seuil des 95 % du *squeeze out*, pouvait être exclu du calcul du flottant, ne retenant que les instruments disponibles pour la négociation dans la procédure de radiation simple étudiée.

Absence de définition propre. Le tribunal de commerce relève dans un premier temps, qu'il n'existe pas, aux plans légal et réglementaire, de définition de ce qu'est la capitalisation boursière flottante, ni non plus de méthodologie pour la calculer. Un auteur, utilisant l'image du « Chevalier inexistant » d'Italo Calvino, note qu'outre l'absence de définition précise, cette notion ne fait l'objet d'un consensus de Place, et ne se trouve dans telles ou telles décisions des juges du fond ou de la commission des sanctions de l'AMF⁴. Un groupe de travail présidé par un membre du collège de l'AMF s'était toutefois prononcé sur cette notion, estimant que « le flottant est défini comme la fraction du capital disponible au public »⁵, que certains définissent comme des « petits » actionnaires, pensant individuellement moins de 5 %⁶. D'autres considèrent qu'il s'agit d'une « question de potentiel de titres à la vente »⁷, ou encore de « la part du capital effectivement amenée à nourrir la liquidité quotidienne »⁸. Finalement,

¹ Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

² T. Com. Paris, 14 déc. 2012, n°2011031755, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*, nous soulignons.

³ Muller A.-C., « Radiation des négociations, T.- com. Paris, 14 déc. 2012, *SA Radiall c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim*, comm », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janv. 2014, comm. 25

⁴ Samin T., « Editorial – Réflexions sur le “flottant” : notion et implications », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 161

⁵ AMF, *Rapport du groupe de travail sur les valeurs moyennes et petites (VaMP)*, présidé par Y. Mansion, membre du collège de l'AMF, 6 nov. 2007, p. 2

⁶ Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

⁷ Daire J.-J., « La radiation de la cote, une mesure autonome ; le “flottant”, une notion de fait », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 192

⁸ Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

le tribunal de commerce reprendra ce qu'il considère comme la définition la plus couramment admise, à savoir que le « flottant » désigne la fraction du capital effectivement disponible pour être négociée sur les marchés ou bien encore le nombre de titres réellement disponibles sur le marché. Tous semblent s'accorder sur les contours, au moins en théorie, de cette notion de fait, qui doit faire l'objet d'une appréciation *in concreto*. Néanmoins, cette notion, qui peut d'ailleurs être rapprochée de celle de « *free float* »¹, prête largement à discussion.

S'inspirer d'autres domaines. À défaut de définition précise du flottant, une analyse à l'aune des définitions adoptées dans d'autres domaines s'impose.

Symétrie avec l'introduction. La question a été soulevée de savoir si une symétrie pouvait être constatée entre les conditions qui gouvernent l'entrée et la sortie de la cote, notamment en raison de la référence faite par l'article L.421-15, II du Code monétaire et financier aux « conditions d'admission fixées par les règles du marché ». Certains auteurs estimaient qu'il paraissait « logique de faire en sorte que les conditions de sortie soient symétriques à celles qui gouvernent l'entrée »². L'inverse a ainsi pour effet de laisser paraître une différence d'appréciation des règles de marché que l'entrée ou la sortie de la cote soit sollicitée³. Cette symétrie n'est pas la voie choisie par l'entreprise de marché. Néanmoins, si certains se réfèrent à ce seuil de 25 %, d'autres, estiment même que le seuil de 5 % est trop élevé, permettant ainsi de contourner les processus de marché, possibilité qui ne doit être ouverte trop largement⁴. En effet, l'appréciation du flottant à l'entrée de cote a pour objet de protéger les investisseurs et le bon fonctionnement du marché de manière générale, tandis que l'appréciation qui doit être faite lors radiation a plus vocation à protéger les minoritaires.

En outre, selon certains un marché limité à un faible flottant n'est pas forcément illiquide⁵. Cela suppose une analyse concrète du marché, notamment de sa profondeur, de la capitalisation boursière de la société concernée⁶, de la moyenne quotidienne des transactions en valeur et en volume, et du nombre de jours d'ouverture du marché⁷.

Directive MIF II et Règlement délégué. L'une des règlements délégués accompagnant la directive *MIF II* transposée en droit français, énonce que « le flottant d'une action est obtenu en multipliant par le prix de l'action le nombre d'actions en circulation, à l'exclusion des participations individuelles représentant plus de 5 % du total des droits de vote de l'émetteur,

¹ Samin T., « Editorial – Réflexions sur le “flottant” : notion et implications », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 161

² Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

³ Cuntz N., « Affaire Radial/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12

⁴ Muller A.-C., « Radiation des négociations, T.- com. Paris, 14 déc. 2012, SA Radial c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim, comm. », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janv. 2014, comm. 25

⁵ Schmidt D., « Réflexions sur le retrait obligatoire », *RD bancaire et bourse*, nov.-déc. 1999, n°76, p. 214

⁶ Samin T., « Editorial – Réflexions sur le “flottant” : notion et implications », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 161

⁷ CA Paris, 25 févr. 1994, *Société financière CIRCE* ; Le Cannu P., « Pouvoir d'appréciation du CBV sur l'offre de retrait obligatoire de l'article 5-5-2 », *Bull. Joly Bourse*, 01/03/1994, n°02, p. 135

sauf si ces participations sont détenues par un organisme de placement collectif ou un fonds de pension »¹. Appliqué au cas d'espèce, cela aurait pour effet d'exclure la participation de la société *Orfim* du flottant.

Transposition. La question se pose de savoir si l'ensemble de ces appréciations, ou plutôt l'une d'entre elles, pourrait être transposée au cas d'espèce, permettant ainsi de clarifier l'appréciation de la notion de flottant dans le cadre de la radiation. Si de prime abord la solution serait heureuse, il n'en demeure pas moins que la définition du flottant donnée dans chacun des cas précités, est en lien avec l'objet du cadre dans lequel elle s'inscrit. Il semble donc difficile de pouvoir tirer argument de ces dispositions pour généraliser la définition du flottant. Une approche téléologique serait largement préférée.

Définition par la négative. Se référant à Aristote, un auteur² propose de définir la notion par son contraire. Et à ce titre, le tribunal procède lui-même à une énumération, excluant du calcul les actions d'investisseurs détenues pour des raisons autres que financières, à savoir ; l'État ou les collectivités publiques lorsqu'ils sont actionnaires d'une société, une société elle-même via un processus d'autocontrôle (Code com., art. L. 233-3), les fondateurs de la société, les actionnaires fédérés en « pactes d'actionnaires », les « blocs de contrôle » (selon même Code com., art. L. 233-3) et enfin les participations jugées comme « stables »³. Quelques auteurs ajoutent à cette liste ; les *golden shares* et les participations détenues pour des raisons familiales⁴. Pour certains, la question se pose aussi pour les actions soumises à des engagements de conservation telles que des actions dites « de performance » attribuées gratuitement⁵.

Remarque. Toutefois, la liste des exclusions — relativement longue et exhaustive — met en lumière la nécessité d'une définition homogène et incontestable, tant les règles de marché muettes sur le mode de calcul du seuil de 5 % sont insuffisantes. Cette interprétation quantitative, se trouve corroborée par une appréciation qualitative.

¹ Règlement délégué (UE) 2017/567 de la Commission du 18 mai 2016 complétant le règlement (UE) n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les définitions, la transparence, la compression de portefeuille et les mesures de surveillance relatives à l'intervention sur les produits et aux positions, publié au JOUE le 31/03/2017, n° L 87/90, Article Premier – Définition d'un marché liquide pour les actions et instruments assimilés, souligné par nos soins

² Samin T., « Editorial – Réflexions sur le "flottant" : notion et implications », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 161

³ T. Com. Paris, 14 déc. 2012, n°2011031755, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

⁴ Muller A.-C., « Radiation des négociations, T.- com. Paris, 14 déc. 2012, *SA Radiall c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim*, comm », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janv. 2014, comm. 25

⁵ Cuntz N., « Affaire Radiall/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12

B. L'appréciation qualitative par l'étonnant recours aux usages

Ici est visée une appréciation qualitative de la volonté qui anime l'actionnaire, permettant ainsi de se prononcer sur sa prise en compte dans le calcul du flottant. À ce titre, le tribunal distingue les « investisseurs obéissant non pas à une logique de contrôle, mais à une logique purement financière, c'est-à-dire des investisseurs qui achètent quand le cours leur paraît sous-évalué et vendent quand les perspectives de croissance leur paraissent plus faibles ». Toutefois, la limite entre ces deux types de comportements peut être assez ténue et laisser place à quelques comportements opportunistes ; le tribunal s'en tient à la notion de « stabilité », ayant ainsi recours à quelques indices et usages, qui supposent une durée de détention des titres de trois années¹.

Volonté déclarée. Le tribunal pour étudier la volonté exprimée du minoritaire, étudie si l'investisseur se comporte comme un actionnaire à long terme, ou bien recherche plus une rentabilité à court terme. Celle-ci recèle d'éléments contradictoires. Pour cela, plusieurs pistes sont étudiées, à commencer par les déclarations de franchissement de seuils.

Déclaration de franchissement de seuil. Au cas d'espèce, *Euronext* et *Orfim* opposaient à *Radiall* que la participation de cet actionnaire minoritaire devait être comprise dans le calcul du flottant, dans la mesure où celle-ci avait déclaré que ses titres restaient disponibles à la vente ; pour preuve, elle avait tenté de vendre une partie de sa participation le 30 mai 2011. *Radiall* soutenait toutefois que la participation de la société *Orfim* ne pouvait être comprise dans le flottant, dans la mesure où celle-ci avait été révélée par la voie des déclarations de franchissement de seuils. Cet argument ne pouvait tenir, dans la mesure où, comme le relève un auteur, cela conduira à réduire le flottant aux investisseurs anonymes, et à l'extrême, exclure du calcul de celui-ci un investisseur ayant déclaré franchir le seuil de 0,5 %², qui fait sortir les investisseurs de l'anonymat et qui est l'apanage des « petits porteurs »³. Ce dernier constat, à propos du seuil de 0,5 %, peut toutefois être remis en cause, dans la mesure où le tribunal pourrait se contenter de la déclaration du franchissement du seuil de 5 %, et non de toute déclaration.

Influence sur la stratégie de l'entreprise. Par ailleurs, cet investissement à court ou long terme, peut être apprécié au regard de l'influence qu'entend exercer l'actionnaire sur la stratégie de la société. À ce titre, *Orfim*, pourtant deuxième actionnaire, n'a jamais sollicité un poste au conseil de surveillance, ni n'a jamais cherché à faire partie du conseil majoritaire⁴.

¹ T. Com. Paris, 14 déc. 2012, n°2011031755, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

² Daigre J.-J., « La radiation de la cote, une mesure autonome ; le "flottant", une notion de fait », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 192

³ Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

⁴ Daigre J.-J., « La radiation de la cote, une mesure autonome ; le "flottant", une notion de fait », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 192

Le recours aux usages. Afin de pouvoir apprécier cette volonté, le tribunal se réfère aux « usages », qui supposent une durée de détention de trois ans. En l'espèce, si les acquisitions de la société *Orfim* débutaient en 2007, se poursuivaient en 2010, la société avait passé un ordre de vente le 30 mai 2011, ce qui selon le tribunal, « manifestait sa volonté de ne pas maintenir sa participation dans la durée, volonté déjà exprimée en 2010 auprès du collège de l'AMF puis réitérée en juin 2011 lors de son intervention volontaire à la présente instance ». La participation de la société *Orfim* ne présentait donc pas le caractère d'une participation stable, et devait donc être comprise dans le calcul du flottant. Si certains qualifient cette décision de solution « heureuse », dans la mesure où il serait assez ennuyeux qu'un émetteur décide à sa convenance, de sa sortie du marché réglementé¹, il n'en demeure pas moins que la référence aux usages semble tout à fait contestable à plus d'un titre.

Appréciation. D'une part, il est difficile de trouver l'origine, ou du moins la raison d'être de ces usages mentionnés par le tribunal. Si certes, certains auteurs relèvent le caractère pertinent du recours à une certaine durée pour éviter les effets d'aubaine réduisant ainsi le risque qu'un actionnaire isolé entrave durablement une sortie de cote, il n'en demeure pas moins que l'origine de ce délai de trois ans est inconnue, et n'est d'ailleurs pas en accord avec les règles des différentes places boursières². Peut-être même est-il fixé de manière assez opportuniste, dans la mesure où il se situe juste avant le troisième anniversaire de détention de la société *Orfim*. D'autre part, il semblerait que l'appréciation faite à l'aune de ceux-ci, recèle d'éléments contradictoires, eu égard à la volonté exprimée de la société et à la durée de détention de sa participation. En effet, l'ordre de vente passé l'était à un prix si élevé, qu'il peut être analysé comme la manifestation d'un comportement opportuniste, comme une pure « tactique »³. Une appréciation plus fine, *in concreto*, eut donc été largement souhaitable. Enfin, les éléments auxquels se réfère le tribunal ne sont qu'*insuffisants*, omettant ainsi certaines formes d'actionnariat salarié à long terme dans la catégorie des participations stables, et *approximatifs* dans la mesure où la référence au délai de trois ans n'est pas nécessairement révélatrice de la volonté d'un actionnaire de constituer une participation stable ; cette volonté peut par exemple être contrainte par la lenteur de la rotation du capital⁴.

Une définition renouvelée. Assez modestement, une définition du flottant aurait pu être proposée. Le critère objectif, quantitatif, pourrait toujours concerner les titres disponibles au

¹ Muller A.-C., « Radiation des négociations, T.- com. Paris, 14 déc. 2012, SA Radiall c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim, comm », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janv. 2014, comm. 25

² Cuntz N., « Affaire Radiall/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12, citant : « Euronext Amsterdam, Euronext Bruxelles, Euronext Lisbonne et Liffe A&M »

³ Daigre J.-J., « La radiation de la cote, une mesure autonome ; le “flottant”, une notion de fait », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 192

⁴ Cuntz N., « Affaire Radiall/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12

public, participant de la liquidité — à l'identique du critère actuel donc — mais serait proposé d'exclure du flottant toute participation s'accroissant, et dépassant ainsi le seuil de 5 % à compter de l'annonce de la volonté de se retirer de la cote.

Ce critère quantitatif serait corroboré par un critère qualitatif, nécessitant une analyse beaucoup plus fine de la motivation dans l'acquisition, permettant ainsi de lutter contre les comportements opportunistes. Dans l'affaire étudiée, il ne suffirait donc pas que *Orfim* déclare franchir le seuil de 5 % sans pour autant envisager jouer un rôle stratégique au sein de la société, mais il faudrait que cet actionnaire, eu égard aux conséquences qu'entraîne l'accroissement de sa participation, justifie des raisons de son acquisition pour mettre ainsi en lumière sa bonne ou mauvaise foi. À ce titre, quelques études permettent de constater que les activistes ont plutôt une vision court-termiste, qui n'est pas nécessairement bénéfique pour la société¹. Si une durée de détention peut être conservée, à supposer qu'elle soit fermement établie et justifiée, une appréciation plus fine des mouvements sur le titre est nécessaire ; dans l'affaire *Radiall*, le fait que *Orfim* ait tenté de vendre un ordre à un prix très supérieur au cours de bourse, ordre qui n'avait donc peu de chance d'être exécuté, aurait pu être pris en compte. Néanmoins, il ne faudrait ici venir sanctionner tous les abus ; il n'y a pas nécessairement abus à bloquer un mécanisme de marché, et ce d'autant plus que les minoritaires ne sont que peu protégés en l'espèce.

La protection des minoritaires ne doit pas avoir pour effet de permettre des comportements opportunistes et ainsi de protéger des investisseurs malhonnêtes ; une définition fonctionnelle du flottant aurait été la bienvenue. Il est assez curieux qu'une telle définition soit fonctionnelle dans d'autres domaines, alors que tel n'est pas le cas concernant la radiation ; une définition téléologique aurait dû être trouvée.

§3 — La délicate articulation des dispositions législatives et des règles de marché

La suite du contentieux *Radiall* a laissé place à d'autres questions, et notamment celle de l'articulation de l'article L.421-15 du Code monétaire et financier et des règles de marché. La Cour de cassation vient préciser les règles applicables au cas d'espèce, résultant d'une application extensive des dispositions législatives (A), laissant tout de même place au pouvoir d'appréciation de l'entreprise de marché (B).

¹ Lipton M., « Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors », *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 26/01/2017

A. L'heureuse application extensive de la loi

Application de l'article L.421-15, II. L'application de l'article L.421-15, II du Code monétaire et financier soulèvera quelques difficultés. En effet, la société *Radiall* se pourvoit en cassation sur ce point, au motif que cet article n'est applicable qu'en cas de radiation prononcée à titre de sanction par l'entreprise de marché, et non pas lorsque l'émetteur sollicite lui-même la radiation de ses titres, et qu'elle est ainsi liée seulement par les stipulations contractuelles issues des règles de marché.

Lettre du texte. Pour cela, *Radiall* se fonde sur la lettre même du texte, puisqu'*expressis verbis*, il est vrai que seule l'entreprise de marché est visée au II de l'article L.421-15. Une analyse plus fine de la lettre du texte, conduit à s'interroger sur la qualité de cette désignation ; l'entreprise de marché est-elle uniquement désignée en tant qu'auteur de la radiation ? Un auteur met en lumière le fait que c'est bien l'entreprise de marché, en tant qu'organe ayant le pouvoir de prononcer la sanction, et non simplement en tant qu'auteur qui est visée¹. Deux remarques. D'une part, la solution inverse aurait permis de contourner une disposition qui répond d'un intérêt général. D'autre part, la solution inverse viendrait conférer une valeur supérieure à des normes fondées sur une légitimité économique, par rapport à des règles législatives bénéficiant d'une légitimité politique difficilement contestable. Cette solution met ainsi en lumière la raison d'être des règles de marché qui en principe, doivent se contenter de préciser les modalités d'application de la loi. Il est alors loisible d'imaginer que la radiation ne soit prononcée, alors même que les conditions posées par les règles de marché sont réunies. En outre, Monsieur le Professeur Torck remarque que cette interprétation est conforme à la lettre des textes européens dont est issu le présent article², rendant ainsi la décision de la chambre commerciale incontestable sur ce point.

Un champ d'application extensif. Ce champ d'application conféré à l'article L.421-15, II, a pour effet d'attribuer à l'entreprise de marché, un pouvoir décisionnel qui s'étend à toute l'organisation du marché, dont l'exercice est ainsi placé sous le contrôle du juge³. Ce champ d'application extensif peut trouver son fondement dans l'intérêt du marché ainsi érigé en intérêt public, et dont l'entreprise de marché est le gardien. Le juge doit donc examiner la décision de l'entreprise de marché à l'aune du bon fonctionnement du marché et de l'intérêt des investisseurs qui ne doit être lésé de « manière significative ». Ce dernier terme, assez

¹ Vabres R., « Radiation demandée par un émetteur et protection des investisseurs », *Droit des sociétés*, n°3, Mars 2017, comm.48

² Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227, se référant à l'article 41 de la directive 2003/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, dite *MIF I*, et à l'article 52 de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, dite *MIF II*

³ Barban P., « Affaire *Radiall c/ Euronext* : clarification des règles régissant les radiations volontaires d'instruments financiers », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°5, 2 févr. 2017, 1075

large, conduit à une appréciation, non seulement fondée sur un critère objectif comme exposé précédemment, mais implique de prendre en compte un critère plus subjectif, permettant d'examiner la volonté des investisseurs. À la fois le tribunal de commerce¹, la cour d'appel², ainsi que la Cour de cassation³ s'accordent sur cette décision. Monsieur le Professeur Torck indique également que cet article non seulement applicable à la décision de radiation ainsi qu'à ses modalités de mise en œuvre, trouvera aussi à s'appliquer aux règles mêmes édictées par l'entreprise de marché⁴.

Symétrie avec l'introduction. *Radiall* invoquait également que, à supposer l'article L.421-15, II applicable, un parallélisme devait être établi entre les règles d'entrée et de sortie de la cote, afin de prendre en compte les intérêts des investisseurs. La question a déjà été traitée précédemment, et la Cour de cassation refuse l'argumentation de *Radiall* au motif que ne sont pas protégés les mêmes intérêts à l'entrée et à la sortie de la cote.

Opportunité. Peut-être faut-il voir dans cette application extensive, d'une part, la volonté du juge de pallier une éventuelle insuffisante légitimité de l'entreprise de marché, dont l'action doit toujours être guidée par la protection de l'intérêt général, en ce compris donc l'intérêt des investisseurs et le fonctionnement ordonné du marché. De plus, en l'absence d'indemnité, cette solution permet d'assurer la protection des actionnaires minoritaires. D'autre part, cette application extensive permet peut-être de pallier la perte, par l'Autorité de marché, de son droit d'opposition à la décision de l'entreprise de marché⁵. À tout point de vue, cette solution ne peut donc être que saluée.

Si la loi se voyait reconnaître un champ d'application très étendu, le nouvel article 6905/4 des règles de marché prévoit que l'entreprise de marché peut refuser de prononcer une radiation, si celle-ci porterait trop préjudice « au fonctionnement équitable, ordonné et efficace du marché »⁶, insérant de manière explicite, au sein des règles de marché, le respect d'intérêts supérieurs. Les règles de marché quant à elles répondent d'un champ d'application bien plus rigoureux.

B. Le champ d'application rigoureux des règles de marché

Les règles de marché. À titre liminaire, il convient de rappeler la distinction entre le (i) et le (ii) de l'article 6905/1 des règles de marché. Le (i) vise la radiation à la demande de

¹ T. com., Paris, 14 déc. 2012, n°2011031755, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

² CA Paris, 16 sept. 2014, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

³ Cass. com., 6 déc. 2016, n°15-10.275, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

⁴ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

⁵ Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571

⁶ Vabres R., « Radiation demandée par un émetteur et protection des investisseurs », *Droit des sociétés*, n°3, Mars 2017, comm.48

l'émetteur, qui relève du pouvoir d'appréciation de l'entreprise de marché au regard du fonctionnement ordonné du marché et des intérêts des investisseurs, tandis que le (ii) vise la radiation « sanction », prononcée d'office par l'entreprise de marché, pour divers motifs parmi lesquels figure l'hypothèse d'un flottant inférieur à 5 %. La société *Radiall*, faisant grief à l'arrêt attaqué¹, estimait qu'il résultait des dispositions combinées du (i) et du (ii) de l'article 6905/1 des règles harmonisées de marché, que l'émetteur, à l'appui de sa demande de radiation, était toujours fondé à se prévaloir des causes justificatives pouvant fonder une mesure de radiation sanction, parmi lesquelles le c) qui prévoyait une radiation sanction dès lors que moins de 5 % des titres étaient disponibles pour la négociation². Toutefois, la chambre commerciale vient balayer cet argument, rappelant le domaine strictement délimité de chacune des règles, ne permettant donc pas à *Radiall* d'invoquer la radiation prononcée d'office pour faible liquidité.

Articulation des dispositions. Si dans un premier temps la décision vient préciser le champ des dispositions dont l'entreprise de marché peut se prévaloir, elle a aussi pour mérite de clarifier la force des critères posés par l'entreprise de marché. Ainsi, la Cour de cassation précise que les juges n'étaient pas liés par l'article 6905/1 (ii), et qu'ainsi, sur le fondement de la force obligatoire des conventions, ces critères conventionnels peuvent se combiner avec les règles édictées par la loi³ ; les règles qualitatives venant primer sur les critères quantitatifs.

Prise en compte du flottant. La question se pose alors de savoir si cette solution, conduit l'entreprise de marché à ne pas prendre en compte le flottant dans son appréciation au titre du (i) de l'article 6905/1 des règles de marché. La négative s'impose dans la mesure où la primauté des règles légales, invite l'entreprise de marché au titre de l'intérêt des investisseurs et du fonctionnement ordonné du marché, à prendre en compte le flottant. De plus, il faut avoir égard au fait qu'à la fois les règles Euronext et les règles législatives, convergent vers la même idée, à savoir que la radiation n'est possible si le nombre de titres en circulation sur le marché est tel que les intérêts lésés seraient trop importants⁴. Comme mentionné précédemment, le droit financier dispose d'une finalité téléologique très prégnante, qui trouve à s'illustrer ici, et qui permet parfois de combler l'imprécision des textes. Néanmoins, la décision rendue par la chambre commerciale n'est pas exempte de critiques, dans la mesure

¹ CA Paris, 16 sept. 2014, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

² Cass. com., 6 déc. 2016, n°15-10.275, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

³ Barban P., « Affaire Radiall c/ Euronext : clarification des règles régissant les radiations volontaires d'instruments financiers », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°5, 2 févr. 2017, 1075

⁴ Vabres R., « Radiation demandée par un émetteur et protection des investisseurs », *Droit des sociétés*, n°3, Mars 2017, comm.48

où ce constat objectif d'un faible pourcentage de titres disponibles pour la négociation ne sera systématiquement pertinent au soutien de la demande de radiation formulée par l'émetteur¹.

Ces difficultés ont mis en lumière la nécessité de modifier les règles de marché. Sous le giron de l'Autorité de marché, Euronext modifie ses règles, approuvée par une décision de l'AMF le 23 juin 2015².

Section 2 : La modification des règles Euronext

La modification des règles Euronext doit faire l'objet d'une analyse critique (§1), afin de mettre en lumière les incertitudes en résultant (§2), pour ensuite étudier la difficile articulation avec le retrait obligatoire (§3).

§1 — Analyse critique des nouvelles règles de marché

L'analyse des règles de marché conduit à en étudier les conditions d'éligibilité (A), pour ensuite examiner la trace du passé boursier dans la société (B).

A. Les conditions d'éligibilité

L'article P 1.4.2 des règles de marché³ énonce que, toutes autres conditions par ailleurs réunies et sans préjudice des autres cas de radiations possibles, un émetteur peut demander la radiation de ses titres de capital à l'issue d'une offre publique simplifiée *liée à la radiation* ; cette offre publique fera l'objet de développements plus précis au sein du paragraphe suivant. Chaque condition sera analysée individuellement.

(1) La détention de 90 % au moins des droits de vote. Cette détention s'entend de celle des droits de vote associés aux titres de capital de l'émetteur à la demande de radiation. Selon certains, il faut également admettre que, malgré le silence du texte, le majoritaire puisse être un groupe concertiste majoritaire⁴. Par ailleurs, certains estiment que ce seuil de 90 % est fixé arbitrairement, et qu'une appréciation *in concreto* eût été plus légitime⁵. Or, l'auteur en question propose une appréciation *in concreto* pour la plupart des critères, et il semblerait toutefois qu'une telle solution ne soit empreinte de prévisibilité.

(2) La référence au volume d'échange sur le titre. L'émetteur doit démontrer que sur les douze derniers mois calendaires précédant sa demande de radiation, le montant total négocié

¹ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

² AMF, déc. 23 juin 2015, de modification des règles de radiation d'Euronext Paris (Livre II) et d'Alternext Paris

³ Art. P 1.4.2 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français

⁴ Muller A.-C., « Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2015, comm. 207

⁵ Fornoni D., « Radiation des titres d'une société cotée : des modifications qui risquent de faire pschitt », *Option Finance*, le 31/08/2015

sur ses titres de capital représente moins de 0,5 % de la capitalisation boursière de l'émetteur. Ce critère est précisé par l'Instruction N3-09 prise par Euronext¹.

La capitalisation boursière. Celle-ci est établie au dernier jour du mois qui précède la demande formelle de radiation, quel que soit le jour du mois en cours où la demande de radiation est déposée. Elle est égale au produit du nombre de titres existants, par le dernier cours constaté à l'issue de la dernière journée de négociation du mois précédent. Cette référence à la capitalisation boursière est peut-être un moyen de répondre aux critiques de certains auteurs regrettant que l'ancien calcul du flottant n'en tienne compte².

Montant total des capitaux échangés sur le titre. La période de calcul commence rétrospectivement à partir de la fin du mois qui précède la demande formelle de radiation, quel que soit le jour du mois en cours où la demande de radiation est déposée. Ce montant s'obtient en faisant la somme pour toutes les transactions du marché Euronext du montant par transaction. Les montants des capitaux échangés entre la fin du mois qui précède et la date de dépôt de la demande ne sont pas pris en compte. Si la période de douze mois calendaires recouvre des périodes d'offres publiques, les transactions effectuées durant ces dernières ne sont pas prises en compte pour le calcul du montant total, sans que la période de douze mois calendaires soit étendue d'autant³. À l'inverse, s'il avait été tenu compte de la période d'offres publiques, cela aurait eu pour effet de donner une image fautive de la liquidité du titre⁴.

Calcul de la vélocité sur douze mois calendaires. La vélocité est égale au montant total des capitaux échangés, divisé par la capitalisation boursière du mois précédent. Si celle-ci est inférieure à 0,5 %, alors les autres critères prévus par l'article P 1.4.2 doivent également être respectés pour que la demande de radiation puisse être présentée. Si la vélocité est supérieure ou égale à 0,5 %, la demande de radiation ne peut être prise en compte⁵.

Critique. Nombreux sont les auteurs qui estiment que cette nouvelle condition d'illiquidité est particulièrement restrictive⁶. En effet, selon la capitalisation, cela pourra provoquer des effets trop restrictifs, ou ouvrir des perspectives que la définition du flottant aurait interdites. Néanmoins, un certain consensus apparaît quant à l'opportunité de ce critère objectif⁷ par rapport à l'ancienne notion de flottant qui faisait l'objet de nombreuses critiques ouvrant ainsi

¹ Euronext, instruction N3-09, 9 juill. 2015

² Cuntz N., « Affaire Radiall/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12

³ Euronext, instruction N3-09, 9 juill. 2015

⁴ Muller A.-C., « Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2015, comm. 207

⁵ Euronext, instruction N3-09, 9 juill. 2015

⁶ Roy S., Angileri A., « Bourse : le nouveau cas de radiation simple des titres financiers reste une timide alternative », *Option Finance*, le 23/05/2016 ; Vabres R., « Radiation demandée par un émetteur et protection des investisseurs », *Droit des sociétés*, n°3, Mars 2017, comm.48

⁷ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227 ; Muller A.-C., « Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2015, comm. 207

la boîte de pandore du contentieux. Cette solution aboutit tout de même à une analyse plus fine et offre un peu plus de certitude aux émetteurs¹. Toutefois, cette notion n'est qu'imparfaite à plus d'un titre. D'une part, il apparaît que ce seuil pourrait s'avérer inadapté dans certains cas, reflétant une situation éloignée de la réalité. À ce titre, il est possible d'imaginer que, alors même que le seuil des 0,5 % soit dépassé, le marché ne présente plus une situation de liquidité suffisante ; un actionnaire désireux d'empêcher la radiation, pourrait tout à fait organiser de manière artificielle des échanges soutenus sur le titre², et ainsi empêcher le retrait de la cote. Ce dernier constat rend inexacte la remarque dont certains se prévalent que cette nouvelle méthode de calcul permettra de lutter efficacement contre les comportements opportunistes³. D'autre part, un pourcentage inférieur au seuil de 0,5 %, s'il peut traduire une situation d'illiquidité du titre témoignant de la difficulté pour certains investisseurs de s'en détacher, il pourrait également illustrer la passivité de certains, possédant participation stable⁴, rejoignant ainsi le débat insoluble initialement porté devant le tribunal de commerce⁵. Dès lors, une approche *in concreto* est prônée par certains⁶, ou du moins, une approche plus représentative de la réalité. En effet, il est regrettable que ne soit prise en compte une logique capitalistique, correspondant d'ailleurs en partie, à celle du retrait obligatoire⁷. Peut-être faut-il ici voir la volonté de l'entreprise de marché de ne plus retomber dans la notion de participation stable permettant initialement de distinguer l'investisseur financier, de celui aspirant à une logique de contrôle. Quelques ambiguïtés demeurent donc sur la manière dont l'entreprise de marché interprétera cette nouvelle condition ; s'en tiendra-t-elle à une appréciation exclusivement objective ou non ? De manière générale, si ce seuil est contesté par certains, il constitue un premier jalon dans la perspective d'une éventuelle évolution, qui doit être salué.

(3) Le respect d'un délai de 180 jours calendaires. La demande de radiation doit être déposée après qu'un délai de 180 jours calendaires se soit écoulé depuis toute offre publique antérieure à *l'offre liée à la radiation*. Selon certains, ce délai a pour objet d'éviter qu'un majoritaire essaie d'obtenir la radiation en dehors d'une procédure de marché, c'est-à-dire en cas d'échec d'une offre publique de retrait destinée à atteindre le seuil du retrait obligatoire⁸.

¹ Vabres R., « Radiation demandée par un émetteur et protection des investisseurs », *Droit des sociétés*, n°3, Mars 2017, comm.48

² Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

³ Muller A.-C., « Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2015, comm. 207 ; Le Quintrec F., « Les nouvelles règles de radiation de la cote d'Euronext à l'essai », *L'Agefi Hebdo*, du 4 au 11 mai 2016

⁴ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

⁵ T. Com. Paris, 14 déc. 2012, n°2011031755, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*

⁶ Fornoni D., « Radiation des titres d'une société cotée : des modifications qui risquent de faire pschitt », *Option Finance*, le 31/08/2015

⁷ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

⁸ Muller A.-C., « Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2015, comm. 207

À l'inverse, aucun délai ne doit être respecté entre la demande de radiation et *l'offre liée à la radiation* ; celles-ci pouvant, a priori, être concomitantes¹.

Ces trois conditions réunies doivent néanmoins être accompagnées de certains engagements pris par l'initiateur de *l'offre liée à la radiation*.

B. La trace du passé boursier dans la société

La trace du passé boursier dans la société conduit à examiner les engagements qui doivent être pris par l'initiateur.

Note d'information. L'ensemble des engagements pris par l'initiateur « devra être dûment décrit dans le document de l'offre liée à la radiation »² ; il semblerait que ceux-ci puissent être copiés à l'identique dans la note d'information de l'initiateur³. Bien que l'article 231-17 du règlement général de l'AMF qui fixe le contenu de la note d'information de l'initiateur ne mentionne pas, pour le moment, la description de ses engagements vis-à-vis d'Euronext, ni le fait que l'entreprise de marché peut ne pas accepter cette demande conformément à l'instruction n° 2006-07⁴, il n'en demeure pas moins qu'il ne serait dans l'intérêt de l'initiateur que de jouer avec ces insuffisances.

Engagements. Tout d'abord, l'initiateur de *l'offre liée à la radiation* doit prendre deux engagements pour une période transitoire d'un exercice financier annuel suivant l'année durant laquelle la radiation de l'émetteur prend effet. Cette période transitoire, peut, par essence, être comparée à celle qui trouvait à s'appliquer avant la réforme de l'appel public à l'épargne de 2009, et impliquant le respect de certaines obligations persistantes liées à la cotation.

(1) L'engagement d'acquérir les titres des minoritaires. L'initiateur de *l'offre liée à la radiation* doit s'engager pour une période de trois mois à compter de la clôture de cette offre, à acquérir, à un cours égal à celui de l'offre, les titres de capital des actionnaires minoritaires qui n'ont pas apporté leurs titres à l'offre⁵. Nombreux sont les auteurs qui désignent cette condition comme une « voiture-balai »⁶ ; pour les minoritaires, cet engagement laisse donc

¹ Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

² Art. P 1.4.2 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français

³ Communiqué relatif au dépôt d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Radiall en lien avec la radiation de ses actions, initiée par Hodiall et les autres membres du Concert Gattaz, 10 oct.2016

⁴ Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

⁵ Art. P 1.4.2 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français

⁶ Fornoni D., « Radiation des titres d'une société cotée : des modifications qui risquent de faire pschitt », *Option Finance*, le 31/08/2015 ; Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

place à une dernière porte de sortie¹, une ultime chance², de se dégager de la société et ainsi de ne pas rester prisonniers d'une société non cotée, en bénéficiant d'une liquidité offerte par le majoritaire. Ce délai semble alors suffisant pour assurer la protection des minoritaires, eu égard à la possibilité qui leur était initialement offerte de se dégager de la société lors de l'offre publique simplifiée ; un délai d'une année³ aurait semble-t-il été trop important. Si la société demeure cotée, par exemple sur le compartiment des valeurs radiées du marché réglementé mis en place au sein du Marché libre⁴, l'engagement de l'initiateur pourra prendre la forme d'un ramassage en bourse⁵. En outre, toutes autres conditions réunies et prévues par les articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre du retrait obligatoire paraît possible⁶, mais l'articulation de ces deux procédures fera l'objet de développements ultérieurs.

(2) De plus, l'initiateur de l'*offre liée à la radiation*, doit prendre deux engagements, pour une période transitoire d'un exercice financier annuel suivant l'année durant laquelle la radiation de l'émetteur prend effet.

(a) La publication de tout franchissement de seuil de 95 %. L'initiateur doit s'engager à publier tout franchissement qu'il effectue à la hausse ou à la baisse du seuil de 95 % des titres de capital de l'émetteur dont les titres sont radiés ou des droits de vote associés⁷. Cet engagement trouve son origine, dans la possibilité pour les actionnaires minoritaires de demander la mise en œuvre d'une offre publique de retrait sur le fondement de l'article 236-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, possibilité également prévue en cas de réinscription des actions sur le compartiment des valeurs radiées du marché réglementé⁸.

(b) La transformation de la société en SAS. L'initiateur doit s'engager à ne pas proposer directement ou indirectement à l'ordre du jour d'une assemblée générale des actionnaires de l'émetteur dont les titres sont radiés, la modification de sa forme sociale en une société par actions simplifiée (SAS)⁹. Un auteur s'interroge sur la pertinence de cet engagement, dans la

¹ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

² Fornoni D., « Radiation des titres d'une société cotée : des modifications qui risquent de faire pschitt », *Option Finance*, le 31/08/2015

³ Torck S., « Rapport Giami-Rameix sur le financement des PME-ETI par le marché financier : Nyse-Euronext dans le viseur ou comment l'arbre cache la forêt », *Droit des sociétés* n°4, Avril 2012, comm. 67

⁴ Art. 3.2 *Inscription sur le compartiment des VRMR*, Note d'organisation du marché libre, en vigueur le 15/05/2017 ; « Les titres de capital ou les titres donnant accès au capital des Emetteurs radiés du marché réglementé géré par Euronext Paris peuvent être transférés sur le compartiment des VRMR à la demande de l'Emetteur ou à l'appréciation d'Euronext Paris dans le cadre de ses décisions de radiation. »

⁵ Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

⁶ Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

⁷ Art. P 1.4.2 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français

⁸ Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

⁹ Art. P 1.4.2 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français

mesure où *expressis verbis*, ladite décision de transformation doit être prise à l'unanimité des associés¹. En effet, l'article L.227-3 du Code de commerce prévoit que la transformation d'une société, quelle qu'en soit la forme, en société par actions simplifiée, doit être décidée à l'unanimité des associés, au motif semble-t-il, que la liberté statutaire permise par la réglementation applicable à cette forme de société conduirait à une augmentation des engagements des associés.

Si en apparence au moins, la radiation simple s'inscrit dans un processus ordonné et transparent, et protecteur des minoritaires, il n'en demeure pas moins que certaines questions subsistent ; à savoir le rôle exercé par l'AMF, et la marge d'interprétation dont dispose l'entreprise de marché.

§2 — L'incertaine protection des actionnaires minoritaires

La protection des actionnaires minoritaires demeure relativement ambiguë, de par l'appréciation qui est portée sur le prix (A), et quant à la marge d'interprétation dont dispose l'entreprise de marché (B).

A. Le prix proposé aux minoritaires

La nécessité d'une offre liée. En application de l'article P 1.4.2 des règles de marché², un émetteur peut demander la radiation de ses titres de capital à l'issue d'une offre publique simplifiée, dite *offre publique liée à la radiation*, qui peut être d'achat ou d'échange, pour autant que cette dernière comporte une option en numéraire. Selon certains, ce nouveau régime s'inspire de celui en vigueur avant l'instauration du *squeeze out* en 1993³ ; il est alors légitime de se demander s'il serait possible de s'inspirer de la pratique antérieure pour éventuellement éluder quelques questions actuelles.

Prix plancher. Cette procédure implique la soumission au Chapitre III, du Titre III du règlement général de l'AMF ; ce qui conduit à encadrer le prix ou la parité d'échange qui ne peuvent être inférieurs, « *sauf accord de l'AMF, au prix déterminé par le calcul de la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les soixante jours de négociation précédant la publication de l'avis mentionné au premier alinéa de l'article 233-34, ou, à défaut, de l'avis de dépôt du projet d'offre mentionné à l'article 231-14* »⁴. Certains auteurs remettent en cause la méthode de fixation de ce prix plancher dans la

¹ Fornoni D., « Radiation des titres d'une société cotée : des modifications qui risquent de faire pschitt », *Option Finance*, le 31/08/2015

² Art. P 1.4.2 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français

³ Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

⁴ Art. 233-3 RG AMF

mesure où le titre est par définition peu liquide¹. Toutefois, il semblerait que ce prix plancher constitue à tout le moins une protection minimale pour les actionnaires minoritaires, prix plancher qui n'est pas exigé dans le retrait obligatoire².

Les conditions financières de l'offre³, au regard du rapport de l'expert indépendant, seront également examinées. En effet, dans l'affaire *Radiall*, en raison d'un contrôle préalable de la société visée par l'initiateur de l'offre, conformément à l'article 261-1, I, 1° du règlement général de l'AMF, la nomination d'un expert a été rendue nécessaire.

Affaire *Radiall*. Dès lors, la question de la teneur de sa mission se pose, notamment au regard de celle dont est investi l'expert dans le cadre du retrait obligatoire, puisqu'est en cause une expropriation. C'est à la fois l'indépendance de l'expert, le prix, et le contrôle opéré par l'AMF qui sont ici contestés.

L'indépendance de l'expert contestée. La société *La Financière de l'Échiquier*, conteste le processus de désignation de l'expert, dans la mesure où, le conseil de surveillance ayant procédé à sa désignation, n'était composé que de deux membres extérieurs seulement. Elle ajoute également qu'en 2010, lorsque le même expert avait procédé à une mission identique pour la société *Radiall*, celui-ci avait conclu au caractère équitable d'un prix près de quatre fois inférieur au prix aujourd'hui proposé. Et enfin, elle lui reproche de ne pas avoir exposé en quoi cette précédente mission n'altérerait ni son indépendance, ni l'objectivité de son jugement⁴. D'un trait de plume, la cour d'appel de Paris balaye l'ensemble de ces arguments, dans la mesure où le cabinet *Ledouble* a lui-même mentionné sa mission antérieure dans son rapport, que la présence des membres de la famille au sein du conseil de surveillance ne venait en rien altérer l'indépendance de l'expert, et qu'enfin, une parfaite comparaison ne pourrait être établie entre la mission dont il était investi en 2010, et celle dont il est investi en 2016, eu égard aux conditions de marché et à la croissance qu'avait connue la société. Cet argument est donc réfuté, et il peut être relevé une certaine rigueur qui rassure, de la part de l'Autorité de marché.

L'évaluation du prix remise en cause. Cela n'est pas propre à la radiation simple, mais appelle à une réflexion plus approfondie sur les méthodes employées par l'expert. Si l'insuffisance de la méthode multicritères est ici en cause, cette question n'est pas nouvelle. À

¹ Muller A.-C., « Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2015, comm. 207

² CMF, déc., 13 nov. 2003, n° 203C1883, *Orange* : le prix du retrait peut être inférieur à la valeur comptable des titres dans les comptes de l'actionnaire majoritaire

³ Art. 231-21, 5° RG AMF : « Pour apprécier la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables, l'AMF examine ; (...) 5° Dans les cas prévus à l'article 261-1, les conditions financières de l'offre, au regard notamment du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent ».

⁴ CA Paris, 5-7, 18 mai 2017, n°2016/26029, *Orfim et Financière de l'Échiquier c/ Radiall*

ce titre, certains auteurs relevaient la subjectivité induite par le recours à la méthode multicritères qui, selon eux, donne le sentiment illusoire de limiter les risques d'erreur¹. *La Financière de l'Échiquier*, pour contester cette évaluation, s'en remet au prix issu des méthodes analogiques ; qu'il s'agisse de la méthode des transactions comparables ou de celle des multiples de sociétés comparables². Si cette méthode répond d'un souci d'objectivité, elle n'est qu'imparfaite, dans la mesure où, au cas d'espèce, cette approche ne se réfère qu'aux seules trois dernières années, faisant référence à un échantillon insuffisant, et ne prend en compte les résultats prévisionnels à venir de ladite société. La référence à la méthode multicritères est de toute façon, unanimement reconnue comme étant la moins imparfaite, et le recours à celle-ci est d'ailleurs motivé par l'expert. En effet, à l'issue de ses travaux de valorisation, l'expert considère qu'eu égard au contexte de concentration du secteur de la connectique, au modèle économique de *Radiall*, « l'évaluation analogique de l'Action par des multiples de groupes de taille plus importante que celle de *Radiall* (...) s'avère supérieure à sa valeur intrinsèque pour des raisons que nous avons analysées et qui ne permettent pas de considérer que cette approche au cas présent soit adaptée »³. Cette insuffisance de la méthode d'évaluation analogique, qui ne permet pas d'apprécier correctement la valeur de l'action dans le cadre d'une offre publique sans retrait obligatoire, est ensuite reprise par l'Autorité de marché⁴, puis confirmée par la cour d'appel⁵.

Le contrôle opéré par l'Autorité de marché. Si le retrait obligatoire n'est mis en œuvre à l'issue de l'offre — celle-ci ne pouvant être traitée comme tel⁶ — une procédure de marché est rendue indispensable et nécessite donc le contrôle de l'AMF. À ce titre, peut-être faut-il y voir un renforcement de la légitimité inhérente de l'entreprise de marché évoquée précédemment. La question se pose à nouveau de savoir si un contrôle du prix est rétabli à l'image du retrait obligatoire emportant expropriation. En effet, le retrait obligatoire suppose un contrôle du prix renforcé, c'est-à-dire que l'Autorité de marché, conformément à l'article 237-16 du règlement général de l'AMF, se prononcera sur la conformité du retrait obligatoire au vu d'« une *évaluation des titres de la société visée, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, tenant compte, selon une pondération*

¹ Frison-Roche M.-A., Nussenbaum M., « Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires », *Revue de Droit bancaire et de la Bourse*, 1995, p. 56

² CA Paris, 5-7, 18 mai 2017, n°2016/26029, *Orfim et Financière de l'Échiquier c/ Radiall*

³ Projet d'information établi par Radiall en réponse au projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Radiall S.A. initié par Hodiall et les autres membres du concert Gattaz, 9 déc. 2016

⁴ AMF, Décision de conformité, 22 déc. 2016, n°216C2906

⁵ CA Paris, 5-7, 18 mai 2017, n°2016/26029, *Orfim et Financière de l'Échiquier c/ Radiall* : « Le fait qu'il explique pourquoi les résultats de ces méthodes ne permettaient pas d'apprécier correctement la valeur de l'action ne l'a pas conduit à ne pas les mentionner, permettant que ces résultats soient, avec les réserves résultant des particularités du secteur et des différences entre les sociétés comparées, néanmoins un point de comparaison du prix de l'offre ».

⁶ Torck S., « Sortir de la cote (II) : retrait obligatoire versus article P 1.4.2 des règles de marché Euronext Paris », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2017, n°04, p. 269

appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité». L'AMF effectue au cas d'espèce, un contrôle relativement rigoureux, et pourrait tout à fait user de son pouvoir d'appréciation dans les limites de ce qui lui est permis¹, c'est-à-dire cantonné par les articles 231-3, 231-21 et 231-22 du règlement général de l'AMF, au vu de la sanction de la radiation des titres qui suit l'offre². En aucun cas elle n'a procédé à un contrôle purement formel, « ni ne s'est dissimulée derrière la qualification formelle de l'offre en faisant abstraction du fait que cette offre est le préalable à une sortie de cote par la radiation »³.

Néanmoins, l'Autorité de marché juge nécessaire de rappeler la distinction entre cette procédure de radiation, de celle du retrait obligatoire. Et en effet, *prima facie*, il n'y a expropriation des actionnaires minoritaires qui ont le choix d'apporter leurs titres à l'offre initiale et ainsi de bénéficier d'une liquidité temporaire, ou bien, de s'accommoder de la liquidité perdue et des garanties liées à la cotation dont ils bénéficiaient, dans une société non cotée⁴.

Toutefois, ce constat théorique se trouve amoindri par deux remarques. D'une part, comme le souligne Monsieur le Professeur Torck, la question de l'articulation du retrait obligatoire avec la procédure de radiation simple — articulation qui fera l'objet de développements par la suite — n'est pas éludée. D'autre part, la logique capitaliste précédemment évoquée, à laquelle il n'est fait référence dans le calcul de la vélocité, si elle venait à être prise en compte, aurait pour effet de rapprocher sensiblement les deux procédures⁵.

Recours. Les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ont intérêt et qualité pour agir, disposent d'un recours contre la décision de conformité de l'AMF relative à *l'offre liée à la radiation*. La cour d'appel de Paris dispose alors d'un délai de cinq mois pour se prononcer à compter de la déclaration de recours, et les recours contre les décisions individuelles de l'Autorité de marché n'ont pas d'effet suspensif, sauf si la juridiction décide qu'il soit sursis à exécution de la décision prononcée, lorsque celle-ci est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives⁶, qui ne doivent être appréciées qu'en la personne du demandeur au sursis⁷. Ce moyen avait d'ailleurs été invoqué par *Orfim* et *La Financière de*

¹ Muller A.-C., « Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2015, comm. 207

² Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

³ CA Paris, 5-7, 18 mai 2017, n°2016/26029, *Orfim et Financière de l'Echiquier c/ Radiall*

⁴ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

⁵ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

⁶ Art. L.621-30, al. 2 Code mon. fin., Art. R.621-44 Code mon. fin.

⁷ Bompoint D., « Quand l'engorgement des tribunaux accélère le rythme des affaires boursières... », *Bull. Joly Bourse*, 30/09/2014, n°09

l'Échiquier devant la cour d'appel de Paris¹ qui, rejetant la demande de sursis à exécution, a prononcé la réouverture de l'offre. Le délai de cinq mois susmentionné, qui permet de suivre au plus près le déroulement d'une offre publique, a connu quelques évolutions au gré de l'affaire *Gameloft*, en raison d'une prolongation de la date de clôture de l'offre qui, selon certains auteurs, n'aurait, en apparence, que des conséquences minimales sur les parties à l'offre². Toutefois, la solution doit être nuancée. D'une part, parce que le délai de cinq mois, en l'absence de sanction, n'a qu'une portée indicative. D'autre part, parce que l'engorgement des tribunaux conduisant à une période d'offre trop étendue sera de nature à porter préjudice à la société cible. Ainsi, la prorogation systématique de la clôture de l'offre ne doit être admise trop facilement³.

B. L'autonomie de l'entreprise de marché

La question se pose de l'articulation des articles P 1.4 et suivants des règles de marché⁴ et des dispositions législatives⁵ imposant la prise en compte des intérêts des investisseurs et le fonctionnement ordonné du marché.

Radiation de droit. *Prima facie*, la marge d'appréciation de l'entreprise de marché, notamment en raison du caractère restrictif du seuil de vélocité, semble réduite⁶, et nombreux sont les auteurs qui estiment que l'entreprise n'aurait guère de latitude pour refuser la radiation. Si tel était le cas, peut-être faudrait-il y voir une autolimitation de son pouvoir, renforçant ainsi sa légitimité inhérente. Ceux qui avancent cette théorie, tirent cet argument de la lettre des textes. En effet, l'article P 1.4.2 semble rédigé comme une faculté offerte à l'émetteur⁷, alors que dans les autres cas, il semblerait plutôt que la faculté soit laissée à l'entreprise de marché⁸. En outre, l'auteur en question avance que cette solution s'impose logiquement, dans la mesure où la décision de radiation emporte une procédure contraignante pour l'émetteur et suffisamment protectrice des intérêts des actionnaires minoritaires. Le cas contraire aurait pour effet de rendre relativement dissuasive cette procédure de radiation⁹. Toutefois, la faiblesse de ce raisonnement peut être mise en avant, dans la mesure où, celui-ci trouve son fondement dans un raisonnement *a contrario*. Malgré ce qu'avance l'auteur, une

¹ CA Paris, 8 fév. 2017, n°2016/26035, *SA Radiall, SA Hodiell, c/ SAS Orfim, SA Financière de l'Echiquier*

² Martin D., Kanovitch B., Haas F., Epelbaum M., « L'affaire Gameloft », *Chronique/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°1 – 2017, sur les conséquences de l'affaire Gameloft sur l'avenir de la fixation des calendriers d'offres publiques par l'AMF

³ Martin D., Kanovitch B., Haas F., Epelbaum M., « L'affaire Gameloft », *Chronique/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°1 – 2017, sur les conséquences de l'affaire Gameloft sur l'avenir de la fixation des calendriers d'offres publiques par l'AMF

⁴ Art. 6905/5 et 6905/4 des Règles de marché d'Euronext, Livre I : Règles harmonisées

⁵ Art. L.421-15, II Code mon. fin.

⁶ Vabres R., « Radiation demandée par un émetteur et protection des investisseurs », *Droit des sociétés*, n°3, Mars 2017, comm.48

⁷ Art. P 1.4.2 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français : « un Emetteur peut demander la radiation de ses Titres de capital », nous soulignons.

⁸ Foroni D., « Radiation des titres d'une société cotée : des modifications qui risquent de faire pschitt », *Option Finance*, le 31/08/2015

⁹ Foroni D., « Radiation des titres d'une société cotée : des modifications qui risquent de faire pschitt », *Option Finance*, le 31/08/2015

telle solution ne semble s'imposer par nature dans la mesure où les règles de marché ne sauraient évincer en totalité les dispositions législatives. Par ailleurs, le processus ordonné et transparent qu'imposent les règles de marché, semble, *prima facie*, suffisamment protecteur des intérêts des investisseurs, de sorte que l'entreprise de marché pourrait se satisfaire exclusivement des critères et des modalités prévues par les règles de marché¹. L'objectivité des critères, ajoutée aux modalités de la radiation qui s'inscrit dans un processus d'offre, permet de conclure à une marge d'appréciation relativement limitée, voire inexistante de l'entreprise de marché.

Pouvoir d'appréciation. D'autres auteurs en revanche, et cet avis nous semble le plus juste et légitime, estiment que cette radiation n'est pas de droit, et qu'il est ainsi laissé une marge d'appréciation à l'entreprise de marché. L'entreprise de marché peut alors subordonner la radiation à des conditions supplémentaires qu'elle juge appropriées, ou la refuser eu égard au fonctionnement équitable, ordonné et efficace du marché. Outre les règles de marché, la question se pose de la prise en compte des règles législatives, et plus particulièrement de l'article L.421, 15, II du Code monétaire et financier. En conséquence, la question est de savoir si les critères, et plus particulièrement celui de la vélocité, sont uniquement objectifs. Une telle interprétation aurait bien entendu pour avantage d'aboutir à une meilleure égalité entre les émetteurs. Toutefois, cette solution n'est que peu légitime, et l'article L.421-15 semble s'imposer. Ainsi, la marge d'appréciation de l'entreprise de marché est réduite, mais n'est pas inexistante, et constitue pour certains, une solution médiane qui mérite approbation².

Recours. Bien entendu, la décision de radiation ou de refus de celle-ci pourra faire l'objet d'un recours³ porté devant le tribunal de commerce de Paris⁴. Toutefois, certains mettent en avant les quelques insuffisances du dispositif, notamment eu égard aux délais de procédure⁵. En effet, les recours portés devant le tribunal de commerce ne bénéficient pas du délai abrégé visant les décisions de l'AMF⁶, et ne sont pas soumis au délai de cinq mois⁷. Ceci explique d'ailleurs qu'un an et demi se soit écoulé dans l'affaire *Radiall* avant que le jugement de

¹ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

² Muller A.-C., « Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2015, comm. 207

³ Art. 6905/6 des Règles de marché d'Euronext, Livre I : Règles harmonisées : « Sous réserve des dispositions de la section 1.7, un Emetteur peut faire appel de la décision de radier ou non un Titre conformément à la Réglementation Nationale ».

⁴ T.- confl., 13 déc. 2004, n°3418, *EURL Guibor c/ Sté Euronext Paris* : *Juris-Data*, n°2004-263559 ; Bonneau T., « Compétence judiciaire », *Droit des sociétés*, n°4, Avr. 2005, comm. 75

⁵ Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

⁶ Art. R.621-44, al. 1 Code mon. fin. : « Le délai de recours contre les décisions individuelles prises par l'Autorité des marchés financiers est de dix jours, sauf en matière de sanctions, où il est de deux mois. Le délai court, pour les personnes qui font l'objet de la décision, à compter de sa notification et, pour les autres personnes intéressées, à compter de sa publication ».

⁷ Art. L.621-30, al.2 Code mon. fin. : « Lorsque les recours mentionnés au premier alinéa du présent article visent une décision individuelle de l'Autorité des marchés financiers relative à une offre publique mentionnée aux sections 1 à 3 du chapitre III du titre III du livre IV, la juridiction saisie se prononce dans un délai de cinq mois à compter de la déclaration de recours ».

première instance soit rendu, puis vingt-et-un mois supplémentaires pour que la décision finale soit prononcée¹.

Par ailleurs, la difficulté réside dans l'articulation de la radiation simple avec le retrait obligatoire.

§3 — La difficile articulation avec le retrait obligatoire

En l'absence de disposition législative précise quant à cette articulation, le retrait obligatoire sera préféré à la radiation pour illiquidité (A). En raison des insuffisances du dispositif, la modification (B), et à l'extrême, la suppression des règles Euronext alors applicables, seront étudiées.

A. La primauté du retrait obligatoire

Affaire *Radiall*. Le niveau de détention par le groupe familial Gattaz, au moment même où l'entreprise de marché considérait que *Radiall* remplissait les critères d'une radiation de la cote, laisse toute entière la question de l'articulation de l'article P 1.4.2 des règles de marché, et des dispositions du règlement général de l'AMF régissant la procédure de retrait. À ce titre, les sociétés *Orfim* et *La Financière de l'Échiquier*, prétendent que les règles du retrait priment sur les règles de marché, et invoquent ainsi la nullité de la décision de conformité, « au motif que l'AMF n'aurait pas répondu à la demande de la société *Orfim* tendant à ce que soit mise en offre une offre publique de retrait » sur le fondement de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF². Selon la société *Orfim*, l'AMF aurait fait prévaloir la demande relative à l'offre publique d'achat simplifiée de la société *Hodiall*, sans se prononcer sur la demande de retrait obligatoire, alors même que, lorsqu'elle est saisie de deux demandes portant sur le même objet, le devoir de l'AMF est de les instruire et de statuer sur chacune d'elles. Toutefois, la cour d'appel de Paris, estime que la décision, telle qu'elle est rédigée, ne statue que sur la demande d'offre publique d'achat simplifiée, et que l'AMF n'a pas, dans cette décision, rejeté la demande de la société *Orfim* ; par conséquent la décision attaquée ne pourrait être annulée pour défaut de motivation. Par ailleurs, la société *La Financière de l'Échiquier*, reproche à l'AMF de ne pas avoir procédé à un contrôle renforcé du prix pour vérifier qu'il était au moins équivalent à celui qui aurait été fixé en cas de retrait obligatoire, eu égard à l'éviction de fait des actionnaires minoritaires.

¹ Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

² Torck S., « Sortir de la cote (II) : retrait obligatoire versus article P 1.4.2 des règles de marché Euronext Paris », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2017, p. 269

Difficulté. La question se pose donc de l'articulation de l'article P 1.4.2 avec la procédure de retrait obligatoire, et en conséquence, du contrôle du prix de l'offre par l'Autorité de marché.

Concurrence. Il est même des cas, où à la fois la voie du retrait obligatoire et celle prévue par les règles de marché, peuvent entrer en concurrence. Tel serait le cas, lorsque l'initiateur détient au moins 95 % des droits de vote.

La primauté du retrait obligatoire. Naturellement, la primauté du retrait obligatoire sera envisagée, d'une part, eu égard à la légitimité dans laquelle il trouve son fondement, et d'autre part, eu égard à la protection qu'il offre aux actionnaires.

Une légitimité incontestable. Nul n'est besoin de s'attarder trop longtemps sur ce point, néanmoins, la légitimité qui fonde le retrait obligatoire semble incontestable. En effet, celui-ci trouve son fondement à la fois dans les textes européens¹, et bien entendu dans la loi².

Des effets rigoureux. La société *La Financière de l'Échiquier* estime que la radiation simple constitue « une éviction de fait » des actionnaires minoritaires qui perdent après la radiation, non seulement le bénéfice d'une information financière complète, mais aussi la liquidité qu'offre la cotation en bourse³. En conséquence ladite radiation doit être assimilée, du point de vue des actionnaires minoritaires, à un retrait obligatoire. La cour d'appel de Paris balaye cet argument, au motif que les conséquences pour les détenteurs minoritaires de titres ne sont pas identiques, ceux-ci n'étant pas privés de la propriété de leurs actions à l'issue de la procédure. *Ad litteram* certes, les actionnaires minoritaires ne sont pas privés de leurs actions. Pour autant, l'argumentation de *La Financière de l'Échiquier* n'est pas totalement injustifiée. En effet, d'une part, certains fonds, à l'image de certains *hedge funds*, qui ne peuvent investir dans du non coté, seront contraints d'apporter leurs titres à l'offre, et recevront en contrepartie le prix proposé qui n'aura pas le caractère d'indemnité ; il s'agit bien là d'une éviction de fait, étant donné la profonde modification du contrat d'investissement initial auquel ils avaient adhéré. À ce titre, dans un tel cas de figure de radiation simple prononcée par l'entreprise de marché, le rapport Giami-Rameix préconisait le contrôle du caractère « équitable » de l'offre de retrait⁴. D'autre part, même s'il ne s'agit pas d'une obligation pour eux, mais le bouleversement du contrat d'investissement auquel les actionnaires avaient adhéré sera tel, qu'un choix semblera s'imposer par défaut, les contraignant à céder leurs titres. À ce titre, Monsieur le Professeur Torck met en évidence le faible intérêt qu'auraient des actionnaires

¹ Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition : JOUE 30 avr. 2004, n° L 142/12

² Loi n°93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit, et aux marchés financiers

³ CA Paris, 5-7, 18 mai 2017, n°2016/26029, *Orfim et Financière de l'Échiquier c/ Radiall*

⁴ Giami Th., Rameix G., *Rapport Giami-Rameix sur le financement des PME-ETI par le marché au ministre de l'Économie et des Finances*, Nov. 2011

ultra-minoritaires à conserver leurs actions dans une société dont ils ne sont associés aux décisions stratégiques et ne bénéficieront plus de l'information due à un actionnaire d'une société cotée¹. Et d'ailleurs, la remarque peut aussi s'avérer exacte dans le cas inverse, dans la mesure où il ne sera probablement opportun pour l'actionnaire de contrôle que de garder à son capital quelques minoritaires qu'il entendait évincer.

Contournement. Finalement, le risque qui apparaît serait de créer une compétition entre les deux dispositifs alors en concurrence, qui conduirait naturellement l'initiateur à préférer la radiation simple, lui permettant d'offrir aux actionnaires minoritaires un prix inférieur à l'indemnité normalement perçue. Et à ce titre, la radiation simple pourrait donc constituer une menace à l'égard des actionnaires bloquant une opération de *squeeze out*. Cette difficulté avait d'ailleurs déjà été soulevée lors de la rédaction du rapport Giami-Rameix, lesquels avaient conclu qu'en pratique, l'entreprise de marché et l'AMF refuseront probablement d'accéder à la demande de l'émetteur sollicitant la radiation par l'entreprise de marché, à l'exclusion du retrait obligatoire. En effet, l'équilibre doit être trouvé entre la protection des actionnaires minoritaires et les intérêts de l'émetteur qui, pour une raison ou une autre, souhaite quitter la cote².

Opportunité. Toutefois, les règles de marché, eu égard aux engagements qui doivent être pris, et notamment à celui de racheter les minoritaires dans un délai de trois mois, pourraient permettre de contribuer au bon fonctionnement de la procédure du retrait obligatoire, l'initiateur réussissant, à l'issue de ce délai, à réunir les quelques scories de capital manquant.

B. La modification des règles Euronext

Modification des règles. La modification des règles Euronext pourrait être envisagée, à supposer que celles édictées en juillet 2015 ne constituent qu'un premier jalon dans la discussion. Peut-être ne faut-il pas envisager trop rapidement la suppression des règles de radiation simple qui d'une part, bénéficient d'une certaine légitimité économique, et qui d'autre part, ont le mérite de pouvoir évoluer rapidement et ainsi de s'adapter, au moins en théorie, aux enjeux que soulève le marché.

Le domaine. Le domaine de ladite procédure pourrait être limité, permettant donc de ne pas être l'instrument de contournement du retrait obligatoire, et ainsi en limiter l'application entre 90 % et 95 % de détention des droits de vote. Une telle limitation aurait aussi probablement

¹ Torck S., « Sortir de la cote (II) : retrait obligatoire versus article P 1.4.2 des règles de marché Euronext Paris », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2017, p. 269

² Giami Th., Rameix G., *Rapport Giami-Rameix sur le financement des PME-ETI par le marché au ministre de l'Economie et des Finances*, Nov. 2011, p. 30

pour effet de réduire les velléités de certains, plutôt incités à ne pas bloquer opportunément des opérations de retrait et ainsi percevoir l'indemnité qui leur est due.

Les critères. L'amendement des critères est aussi envisageable. En effet, la rigueur qu'impose cette procédure, de par les conditions d'exigibilité, mais aussi quant à la trace du passé boursier dans la société, semble finalement constituer, selon Monsieur le Professeur Torck, un « cas d'école ». À titre principal, le calcul du seuil de vélocité pourrait être plus réaliste, si étaient prises en compte des justifications capitalistiques¹. Car, si certains estiment que cette procédure de radiation pourrait contrer les comportements des *hedge funds*, un auteur nuance ce constat, dans la mesure où ceux-ci, à l'image de la manipulation de l'ancienne notion de flottant, pourront jouer avec le seuil de vélocité ; en effet, les transactions qu'ils réaliseront sur le marché pourront avoir pour effet d'augmenter ledit seuil², et ainsi empêcher une radiation simple.

La suppression des règles de marché. Peut aussi être envisagée la suppression des règles Euronext.

La légitimité en question. Si les règles posées par l'entreprise de marché ont le mérite de la souplesse et ainsi de pouvoir s'adapter à l'évolution du marché et à la prise en compte de l'ensemble des intérêts des participants, et au surplus, si l'entreprise de marché bénéficie d'une certaine légitimité économique, il n'en demeure pas moins que de laisser la décision de radiation uniquement à l'entreprise de marché, eu égard aux conséquences qu'elle entraîne, semble quelque peu surprenant. Par conséquent, à supposer le seuil du retrait obligatoire abaissé, la compétition ne pourrait jouer au profit de la radiation simple, conduisant donc à une suppression desdites règles.

Insuffisante protection des minoritaires. Comme il a été démontré, il semblerait qu'Euronext met tout de même en place une expropriation qui n'en dit pas le nom. Le prix perçu par les minoritaires semble alors insuffisant. Contrairement au *squeeze out*, pour lequel il apparaît que la protection des actionnaires minoritaires soit quelque peu disproportionnée, il semblerait qu'une voie médiane puisse être trouvée.

Droit comparé. Par ailleurs, une étude rapide de l'ensemble des règles de marché non harmonisées d'Euronext des autres Places, permet de constater qu'il n'existe d'équivalent de la radiation simple française issue des articles P 1.4 et suivants des règles de marché non harmonisées d'Euronext Paris. Seul est parfois prévu le cas de la radiation sanction, en

¹ Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

² Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

particulier par les règles applicables à Euronext Bruxelles, et notamment son article B.3-4¹, mais néanmoins, l'Autorité des services et marchés financiers, la *FSMA*, dispose d'un droit d'opposition expressément prévu.

Autres matières. Dans d'autres matières régulées dont l'enjeu est crucial — concurrence, banque par exemple —, il n'y a pas d'autorité similaire, de droit privé, qui puisse ainsi édicter des règles et prendre des décisions à sa seule discrétion dont les conséquences sont comparables, alors même qu'elle est face à des conflits d'intérêts particuliers.

Motif de la radiation. En l'espèce, les règles Euronext ont, semble-t-il, été élaborées au gré de l'affaire *Radiall*. Or, une étude effectuée par Euronext démontre qu'en principe, exception faite de *Radiall* donc, les retraits de cote justifiés d'un point de vue industriel ne posent beaucoup de difficultés, dans la mesure où les primes proposées sont satisfaisantes². De sorte qu'il est loisible de s'interroger sur l'opportunité et l'utilité même de ces règles, et ainsi de se demander si ce cas de radiation simple n'a finalement-il pas été conçu, en grande partie au moins, en considération du cas *Radiall*.

Pour toutes ces raisons, la modification des règles Euronext serait opportune, et à l'extrême la suppression de celles-ci pourrait être envisagée. L'articulation avec le retrait obligatoire semble difficile, et il ne faudrait permettre toute éventuelle compétition entre les deux dispositifs. Afin de ne pas se retrouver face à une telle situation, il convient alors d'envisager les moyens de contourner la difficulté.

Section 3 : Contourner les difficultés liées à la radiation

Les difficultés résultant de la radiation au sens large, invitent à se questionner sur les moyens permettant de ne pas y avoir recours. L'amélioration de l'attrait de la cotation (§1) est une réflexion qui doit être menée en amont. Si la radiation est incontournable, l'utilisation de la technique de la fusion (§2) pourrait permettre de contourner les difficultés exposées précédemment.

§1 — Améliorer la qualité de la cote pour éviter la radiation

L'attrait de la cote se trouve légèrement amoindri du fait des nombreuses contraintes qui y sont attachées. Concernant les obligations d'information et de transparence, à la vue de la

¹ Art. B-3.4 des Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables à Euronext Brussels : « Sauf dans les cas prévus par la législation belge, Euronext Brussels peut prononcer la radiation d'un Titre admis à la négociation sur le marché Euronext Brussels sur la demande de l'Émetteur ou de sa propre initiative. Euronext Brussels peut prononcer la radiation d'un Titre admis à la négociation sur le marché Euronext Brussels : (i) lorsqu'elle conclut qu'en raison de circonstances particulières, le marché normal et régulier de cet instrument ne peut plus être maintenu; (ii) lorsque cet instrument n'obéit plus aux règles du marché, sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché.

Sauf dans les cas prévus par la législation belge, Euronext Brussels en informe préalablement la FSMA qui peut, après concertation avec elle, s'y opposer dans l'intérêt de la protection des investisseurs et, le cas échéant, rend sa décision publique Conformément à l'article 7, §4 de la Loi du 2 août 2002 ».

² Anselmi F., « Les retraits de cote restent complexes à Paris », *L'Agefi Hebdo*, du 16 au 22 juin 2011, p. 36

prolifération des réglementations, il semble difficile de proposer quelque solution dans ce domaine. Si l'attrait de la cote se trouve amoindri du fait de l'inefficacité du dispositif de radiation, le risque de perte de contrôle y participe également. De sorte que cette réflexion sera organisée autour de deux axes, à savoir les actions à droit de vote multiple (A), et l'amélioration des moyens de défense anti-OPA (B).

A. Le principe « une action, une voix » remis en question

Pratique. Pour faire son entrée sur le marché, *Snap*, la maison mère de l'application *Snapchat*, a innové de par la structure des actions qu'elle propose aux investisseurs. Trois types d'actions ont alors été créés ; celles de catégorie A, sans droit de vote, celles de catégorie B, avec un droit de vote par titre, et celles de catégorie C, avec dix droits de vote. La question se pose alors de savoir si en émettant ce type d'actions, « Snap va-t-il trop loin en piétinant les principes de la démocratie actionnariale ? »¹. Les deux fondateurs se sont par ailleurs engagés à ne vendre aucun titre d'ici à la fin de l'année, et à eux deux, ils détiennent plus de 70 % des droits de vote, contre 45 % du capital, et sont donc les seuls décisionnaires². *Prima facie*, cela semble tout de même méconnaître le principe cardinal de libre négociabilité du marché. Cette question n'est pas nouvelle, et la méthode a déjà été employée, notamment par *Facebook*, *Alphabet*, *Alibaba*, mettant ainsi en avant la nécessité d'un débat sur la question.

Un outil au service de la performance. Certains estiment que via l'utilisation de ce type d'actions, les fondateurs qui sont généralement aux commandes la société, disposent d'un pouvoir accru leur permettant d'être plus efficaces³, plus particulièrement durant la période suivant l'introduction en Bourse (IPO) qui peut être décisive. En effet, les dirigeants peuvent ainsi prendre des décisions stratégiques sereinement en s'arrogeant du risque d'une perte de contrôle. Aussi, de manière intuitive, il semblerait que ce mécanisme conduise à responsabiliser les actionnaires de contrôle, le tout contribuant donc à la performance financière. Toutefois, il ne faudrait pour autant que ce type de structures conduise à laisser de côté la bonne gouvernance de la société qui passe aussi par un questionnement du management. Ce dernier argument est d'autant plus justifié eu égard, entre autres, à la place de plus en plus prégnante d'administrateurs indépendants au sein des sociétés, participant ainsi de la bonne gouvernance. Dans le cas particulier du retrait, il est d'ailleurs observé que

¹ Boi L., « Snap innove en émettant des actions sans droit de vote à l'occasion de son IPO », *Les Echos*, le 02/03/2017

² Rauline N., « Quand la personnalité d'Evan Spiegel horripile », *Les Echos*, le 14/08/2017

³ Sharfman B., « How dual class shares in IPOs can create value », *Financial Times*, le 01/08/2017

la prime offerte par des sociétés contrôlées est généralement moins élevée, de sorte qu'il n'est pas illégitime de limiter, dans une moindre mesure, ces actions à droit de vote multiple¹.

La place de Paris réfléchit. Une réflexion est ainsi lancée par la Place, qui constate d'une part, la multiplication du recours à ce type d'actions, notamment par *Alphabet*, *Facebook*, ce qui a conduit à augmenter le nombre d'IPO et ainsi à renforcer l'attractivité de la cote. D'autre part, de nombreux transferts de sièges vers les Pays-Bas ont pu être recensés en raison de la législation permissive dudit pays sur le sujet². Un enjeu concurrentiel est aussi important, dans la mesure où des Places moins prisées jusqu'alors commencent à recourir à ce type de d'actions ; après l'adoption par Singapour³ et Hong Kong, la Bourse de Malaisie⁴ y réfléchit aussi.

Principe d'égalité entre actionnaires. Le recours à ce type d'actions doit être étudié à l'aune du principe fondamental d'égalité entre actionnaires ; « une action, une voix »⁵. En effet, la lecture combinée des articles L.228-11⁶ et L.225-123⁷ du Code de commerce permet de voir deux limites aux aménagements possibles du droit de voter. La suppression du droit de vote ne peut concerner plus du quart du capital d'une société cotée, alors que la démultiplication de celui-ci est limitée à deux droits de vote. Cette dernière limitation ne trouve à s'appliquer dans une société par actions simplifiée. Le caractère fondamental du droit de vote, associé à celui du droit de participer aux décisions collectives, est bien entendu érigé par les arrêts *Château d'Yquem*⁸ et *De Gaste*⁹.

Dispositif existant. Le dispositif existant des actions à droit de vote double en droit français, n'a rien de comparable avec le dispositif américain, en ce qu'il porte en lui un caractère discriminatoire¹⁰ puisqu'il suppose notamment une inscription nominative qui est source de coûts, une détention minimale de deux années, et une condition relative à la nationalité de l'actionnaire. Par ailleurs, selon Monsieur le Professeur Torck, le dispositif mis en place, s'il

¹ Sannajust A., « Le Royaume-Uni est un pays où le capital des entreprises est traditionnellement très dispersé ce qui facilite la réalisation et le succès de telles opérations. Renneboog, Simons et Scholes (2006) observent une prime moyenne de 41% lors des opérations de Public to Private au Royaume-Uni, ce qui est largement supérieur à celles observées par exemple en France ou dans le reste de l'Europe Occidentale. ». *Motivations et Conséquences des opérations de retrait de la cote : une étude internationale*, Th. Clermont-Ferrand I, 2009, p. 17

² Boisseau L., « La place de Paris réfléchit à des actions à droits de vote multiple », *Les Echos*, le 21/04/2017

³ Smith D., « Singapore risks a race to the bottom with dual-class shares », *Financial Times*, le 16/03/2017

⁴ « La Malaisie réfléchit à des actions à droit de vote multiple », *Les Echos*, le 09/08/2017

⁵ Art. L.225-122, I Code com. : « Sous réserve des dispositions des articles L.225-10, L.225-123, L.225-124, L.225-125 et L.225-126, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite ».

⁶ Art. L.228-11, al. 3 Code com. : « Les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, et dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, plus du quart du capital social »

⁷ Art. L.225-123, al. 3 Code com. : « Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n°2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire ».

⁸ Cass. com., 9 févr. 1999, n°96-17.661, *Château d'Yquem* : « tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et de voter et les statuts ne peuvent déroger à ces dispositions ».

⁹ Cass. com., 4 janv. 1994, n°91-20.256, *De Gaste*

¹⁰ Couret A., « Le retour du débat sur le droit de vote double », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°39, 26 sept. 2013, 1518

avait pour objectif d'accroître l'influence des actionnaires historiques contre celle des court-termistes ou activistes, ou encore de lutter contre les offres inamicales, repose sur quelques postulats erronés¹. Un auteur propose à ce titre de préférer à la modification du droit de vote, une politique d'incitation financière de l'actionnaire², et à ce titre supprimer l'exigence d'une inscription sous forme nominative et de vérifier la présence de l'actionnaire aux assemblées. Celui-ci serait alors récompensé, par exemple, par un dividende majoré plus important que celui proposé actuellement et limité à 10 %³.

Actions sans droit de vote. Les actions sans droit de vote émises par *Snap* lors de son IPO, pose tout de même la question de savoir si le contrat de société ne se trouve pas quelque peu dénaturé. Une limite est ainsi portée à un droit fondamental de l'associé qui participe de l'essence même dudit contrat, faisant ainsi échec au caractère proportionnel et au principe d'égalité entre actionnaires.

Actions à droit de vote multiple. Les actions à droit de vote multiple quant à elles sont déjà connues de la pratique. Néanmoins, celles-ci doivent en principe s'appliquer à toutes les actions concernées, sans distinction⁴.

Intuitu personae. Au cas d'espèce, il semble que la préférence n'est pas attachée *propter rem*, mais plutôt sur le fondement d'un *intuitu personae* particulier ; *Snap* a créé des actions sans aucun droit de vote pour les investisseurs financiers, des actions avec un seul droit de vote réservées aux fondateurs et aux « investisseurs de la première heure », et des actions avec dix droits de vote réservées aux seuls fondateurs⁵. Preuve en est également que ces préférences disparaîtront en cas de cession desdites actions à une personne ne répondant pas aux critères susmentionnés.

Quid de la réception par la pratique. Si naturellement les émetteurs souhaitent pouvoir avoir recours à ce genre d'actions et ainsi se prémunir d'un risque de perte de contrôle, il n'en demeure pas moins que la défiance des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs se fait savoir, et l'attractivité de la Place dépend bien entendu de sa capacité à attirer lesdits investisseurs. Nombreux sont les instituts qui contestent ce type de structures⁶, parmi lesquels l'*Investor Stewardship Group* (ISG), au sein duquel des gestionnaires d'actifs

¹ Torck S., « L'attribution automatique du droit de vote double », *Droit des sociétés*, n°7, Juillet 2014, dossier 7

² Storck M., De Ravel d'Esclapon T., « Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français ? », *Bull. Joly Sociétés*, 01/01/2009, n°1, p. 92

³ Art. L.232-14, al. 1 Code com. : « Une majoration de dividendes dans la limite de 10 % peut être attribuée par des statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende. »

⁴ Art. L.225-125, al.1 Code com. : « Les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. »

⁵ Boi L., « Snap innove en émettant des actions sans droit de vote à l'occasion de son IPO », *Les Echos*, le 02/03/2017

⁶ Pinaud O., « Snap relance la lutte contre les actions à plusieurs classes », *L'Agefi*, le 01/02/2017

américains très reconnus se sont réunis pour faire connaître leur opposition à ce système. Cet institut se réfère à des principes de gouvernance, parmi lesquels figure le principe de proportionnalité du droit de vote, et recommande à ceux utilisant déjà ces mécanismes de les abandonner¹. Et en effet, certains font valoir qu'en émettant ce type d'actions, les limites posées par les principes de bonne gouvernance sont vite atteintes, voire largement dépassées². Une réception à l'identique en France de ce type d'actions n'est donc pas souhaitable. Néanmoins, eu égard à la concurrence à laquelle est confrontée la Place parisienne, il est nécessaire d'y réfléchir, tout en envisageant directement des garde-fous.

Limitation. Quelques limites peuvent donc être proposées. Nous pourrions imaginer à la fois de limiter le dispositif à une période donnée, permettant à la société de s'introduire en Bourse de manière sereine, et ainsi faire expirer lesdits avantages une fois « un rythme de croisière » atteint. Aussi, quantitativement, le nombre de ce type d'actions pourrait être limité à un certain pourcentage du capital, quant au nombre de droits de vote conférés et au nombre d'actions émises. Enfin, la suppression totale du droit de vote ne saurait être permise de manière absolue, car portant trop atteinte à l'essence même du contrat de société auquel souscrit l'actionnaire.

B. Améliorer les moyens de défense anti-OPA

Loi Florange. Comme expliqué précédemment, la loi *Florange* du 29 mars 2014³, qui met en place l'attribution automatique du droit de vote double, a renversé le principe de neutralité des organes d'administration et de direction, en termes de moyens de défense anti-OPA. Ce principe se trouve néanmoins amoindri notamment eu égard au rôle croissant des agences de conseil en vote, dans la mesure où il est difficile d'imaginer qu'une société insère dans ses statuts une disposition qui laisserait uniquement place au pouvoir d'intervention des organes de direction.

Enjeu. La question pertinente au cas d'espèce, n'est pas de savoir de qui relève la compétence de la mise en œuvre des moyens de défense, mais il s'agit de permettre à un émetteur de diriger un moyen de défense contre un initiateur en particulier pour mieux se protéger.

¹ Corporate governance framework for US Listed Companies, "Principle 2: shareholders should be entitled to voting rights in proportion to their economic interest. 2.1 Companies should adopt a one-share, one-vote standard and avoid adopting share structures that create unequal voting rights among their shareholders. 2.2 Boards of companies that already have dual or multiple class share structures are expected to review these structures on a regular basis or as company circumstances change, and establish mechanisms to end or phase out controlling structures at the appropriate time, while minimizing costs to shareholders".

² Boisseau L., « Avec Snap, on a atteint la limite extrême en termes de mauvaise gouvernance », *Les Echos*, le 21/04/2017

³ Loi de reconquête de l'économie réelle dite « Florange », n°2014-384 du 29/03/2014

Position de l'AMF. Or, l'Autorité de marché, d'abord en 2004, puis en 2014, se montre particulièrement réticente quant à cette possibilité. Au travers d'un communiqué en date du 23 avril 2004, l'AMF conclut que « Si l'Autorité réaffirme le principe selon lequel des mesures de défense contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet, elle considère qu'elle ne saurait accepter des dispositifs destinés à ne jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles et dont l'usage serait susceptible de provoquer en réaction des enchaînements générateurs de grands désordres pour le marché »¹. L'Autorité de marché réaffirme cette position lors d'une consultation publique² sur son projet de règlement général concernant les OPA suite à la loi *Florange*, alors qu'aux termes des articles L.233-32 et L.233-33 du Code de commerce, il est possible d'émettre des bons bretons contre une offre en particulier.

Évolution souhaitable. Il serait souhaitable que la position adoptée par l'AMF évolue, dans la mesure où de manière générale, les moyens de défense sont décidés par les actionnaires, ou du moins, il serait étonnant de voir un organe de direction agir à l'encontre de la volonté desdits investisseurs. Certes des critères subjectifs peuvent être ici invoqués, dans la mesure où les actionnaires peuvent vouloir préférer une offre plutôt qu'une autre, mais un tel raisonnement a été admis notamment dans l'affaire *Eurosic*³, conformément aux principes directeurs des offres publiques, et plus particulièrement à celui de loyauté dans les transactions et la compétition⁴.

§2 — La radiation résultant d'une fusion

Les difficultés liées à l'articulation de la radiation simple avec le retrait obligatoire pourraient conduire à choisir une autre alternative. La fusion bilatérale (A) doit alors être étudiée au regard de la réglementation applicable, pour ensuite envisager le cas particulier de la fusion triangulaire (B) permise dans certains États.

A. L'utilisation de la fusion bilatérale

État des lieux. Certaines sociétés ne réussissant pas à quitter la Bourse ont finalement eu recours en dernier lieu à la technique de la fusion. La fusion peut alors constituer une alternative au retrait obligatoire⁵ — et d'ailleurs en 2007, *Allianz* qui visait une détention intégrale des *Assurances Générales de France* avait envisagé dès l'annonce de son projet

¹ AMF, Communiqué du 23 avr. 2004, *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n°3, Mai 2004, nous soulignons.

² AMF, Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition, 13 mai 2014, p. 6

³ CA Paris, 12 janv. 2017, n°16/17607, *Eurosic c/ Gecina et ADAM*

⁴ Art. 231-3 RG AMF

⁵ Roy S., « Anticiper les voies de sortie de la cote ou le parcours de l'initiateur en quête de radiation », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n°4, p. 175

d'offre publique, soit de procéder au retrait obligatoire, soit d'utiliser la technique de la fusion¹—. La société absorbée est dissoute sans être liquidée, ce qui entraînera nécessairement la radiation de ses titres². La fusion d'*Arcelor* et de *Mittal* avait également eu le même effet qu'un retrait de cote, après une tentative infructueuse de recours au retrait obligatoire du fait d'un prix offert jugé insuffisant³.

Article 236-6 RG AMF. L'article 236-6 du règlement général de l'AMF pris en application de l'article L.433-4, I, 3° du Code monétaire et financier énonce que ; « *La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce informent l'AMF : (...) 2° Lorsqu'elles décident le principe de la fusion de cette société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, (...). L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait. (...)* ». Dans tous les cas, l'obligation de déposer une offre de retrait relève de l'appréciation de l'AMF⁴.

Effet. La fusion a pour effet d'entraîner la transmission universelle du patrimoine de la société absorbée à la société absorbante, la dissolution de la société absorbée, et enfin l'échange des actions détenues par les actionnaires de l'absorbée avec des actions de l'absorbante, selon une parité d'échange convenue⁵. La radiation n'intervient ici qu'en conséquence de la fusion, dans la mesure où elle résulte de la disparition de l'émetteur⁶. Si en théorie, il n'y a pas d'expropriation des actionnaires qui le deviennent d'un ensemble plus élargi, certains auteurs estiment que d'un point de vue strictement économique, il y a bien expropriation⁷.

Affaire Icade — Silic. À l'issue d'une offre publique d'échange visant les titres *Silic*, *Icade* détenait plus de 90 % du capital et des droits de vote de la cible et entendait procéder à une l'absorption de *Silic*. Pour décider s'il y a ou non lieu à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait, l'AMF étudie notamment l'activité des sociétés parties à l'opération, leur organisation juridique, la liquidité de la société absorbante dont bénéficieront les actionnaires du nouvel ensemble, le régime fiscal applicable, l'équité du rapport d'échange dans la fusion,

¹ Martin D., Masset E., « Quelques enseignements tirés de l'offre publique mixte simplifiée d'Allianz sur les actions des Assurances Générales de France (AGF) », *Chroniques/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°3 – 2007 ; Lecourt A., « La transposition en France des fusions transfrontalières : entre innovations et espoirs déçus », *Bull. Joly Sociétés*, 01/10/2008, n°10, p.806

² Pietrancosta A., « "Going private transactions" in France », *Colloque, RTDF N°4 – 2013/N°1 – 2014*

³ Chauvot M., « Mittal Steel n'arrive pas à déloger les actionnaires minoritaires d'Arcelor », *Les Echos*, le 21/11/2006

⁴ Martel J.-P., Marraud des Grottes A., « Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires », in *Les offres publiques d'achat*, G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis (dir.), Lexisnexis Litec, 2009, p. 334

⁵ Roy S., « Anticiper les voies de sortie de la cote ou le parcours de l'initiateur en quête de radiation », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n°4, p. 175

⁶ Pietrancosta A., « "Going private transactions" in France », *Colloque, RTDF N°4 – 2013/N°1 – 2014*

⁷ Martin D., Kanovitch B., Haas F., « L'affaire Icade/Silic », *Chroniques/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°2 – 2014

et enfin, la capacité de distribution de la société absorbante. Les actionnaires minoritaires quant à eux, contestaient la parité d'échange, eu égard aux modèles économiques de chacune des sociétés, et démontraient le changement d'intention d'*Icade* et des membres du concert qui avaient à l'origine prévu de mettre en œuvre le retrait obligatoire. L'AMF s'attache donc à vérifier tous les éléments invoqués et conclut à l'absence de nécessité de dépôt d'une offre publique de retrait. La liquidité occupe ici une place importante, et l'Autorité de marché s'assure que les actionnaires en bénéficieront à l'issue de l'opération. Cette appréciation est des plus intéressantes à comparer à celle opérée dans la radiation simple pour laquelle les actionnaires, incontestablement, ne bénéficient plus de la liquidité initiale.

Absence de fraude et d'expropriation. L'AMF dans sa décision *Icade – Silic* et confirmée par la cour d'appel de Paris estime qu'il n'y a ni fraude, ni expropriation ; « Considérant que la fusion à laquelle il a été procédé ne constitue pas, contrairement à ce que soutient la société SMAvie BTP un détournement de la réglementation boursière ; qu'en effet, le fait que cette opération intervienne dans la suite d'une offre publique d'échange (OPE) initiée par *Icade* qui était facultative et à laquelle la société SMAvie BTP n'a pas donné suite, ne constitue pas, faute d'éléments démontrant une fraude ou une intention maligne, ou encore un détournement de la réglementation boursière pour contraindre celle-ci à devenir actionnaire de la société *Icade* et la priver de son investissement dans la société *Silic* (...) ». Ce constat ne saurait être remis en cause eu égard à la situation dont les actionnaires bénéficient à l'issue de l'opération. Cette appréciation de la situation des détenteurs de titres à l'issue de l'opération est, semble-t-il, relativement opportune et cette technique ne pourrait donc être utilisée à l'effet de contourner le retrait obligatoire. Une protection relativement satisfaisante est donc assurée aux actionnaires minoritaires et est encadrée par quelques garde-fous. Toutefois elle entraîne nécessairement une procédure lourde et contraignante.

Rôle du commissaire à la fusion. Une position-recommandation de l'AMF¹ exige que les actionnaires reçoivent « toutes les informations utiles à la bonne compréhension de l'opération, et à leurs incidences ». Le commissaire à la fusion, à l'aide d'une approche multicritères, aura ainsi pour mission de présenter de manière détaillée la pertinence des méthodes retenues, leur mise en œuvre concrète, « afin de permettre aux actionnaires d'apprécier les conditions de rémunération de l'opération qui leur est proposée. Ils expriment un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange »². Le rapport Naulot préconisait la

¹ AMF, position-recommandation, DOC n°2011-11, Opérations d'apport ou de fusion

² CA Paris, 8 janv. 2015, n°2013/23300, *SMAvie BTP c/ Silic et Icade* ; Grosjean O., Brochier M., « La cour d'appel de Paris confirme la pratique de l'AMF en matière d'OPR », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2015, n°07-08, p. 324

nomination obligatoire d'un expert indépendant en cas de fusion¹, à l'image du retrait obligatoire.

Avantages. L'avantage de cette procédure est qu'une sortie de cote pourra être réalisée par l'effet d'une fusion; cette procédure apparaissant donc comme une alternative². L'approbation des actionnaires confèrera d'autant plus de légitimité à l'opération qui doit être justifiée économiquement, sous peine d'abus de pouvoir³. Par ailleurs, il est très rare que des opérations de fusion débouchent sur une offre publique de retrait — mise en œuvre dès lors que le projet est de nature à affecter négativement les intérêts des minoritaires⁴ —, de sorte que la volonté et la responsabilité de l'actionnaire majoritaire sont généralement fondées à décider d'une telle opération⁵.

Inconvénients. Il ne s'agit pas ici de détailler de manière exhaustive la technique de la fusion, mais simplement de percevoir les contraintes qu'entraîne le recours à ce type de technique. En effet, les inconvénients sont surtout d'ordre procédural. En premier lieu l'assemblée générale des actionnaires de chacune des sociétés devra, sauf exception⁶, se prononcer sur les conditions de l'opération⁷, au vu des plusieurs rapports qui devront être rédigés⁸. Par ailleurs, sauf paiement d'une soulte, possibilité qui est relativement limitée, les actionnaires ne seront expropriés et resteront au capital du nouvel ensemble, ce qui peut être un inconvénient pour un initiateur souhaitant détenir la totalité du capital. La fusion devra également faire l'objet de mesures de publicité afin de protéger les créanciers des sociétés concernées⁹, et certains actionnaires seront réunis au sein d'assemblées spéciales afin de se prononcer sur l'opération. Le recours à cette forme d'opération, dans le but de mettre en place un *LBO* qui peut justifier la volonté de se radier, doit répondre de l'intérêt social qui, au cas d'espèce, sera

¹ Naulot J.-M., « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées », *Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, n°13, avril 2005, recommandation n° 13

² Roy S., « Anticiper les voies de sortie de la cote ou le parcours de l'initiateur en quête de radiation », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n°4, p. 175

³ Cass. crim., 10 juill. 1995, n° 94-82.665 : « Commet le délit prévu à l'article 437-4°, de la loi du 24 juillet 1966 [d'abus de pouvoirs], le président du conseil d'administration d'une société anonyme qui use de ses pouvoirs pour organiser une fusion-absorption contraire à l'intérêt de la société et avantageuse pour lui-même et d'autres sociétés dans lesquelles il est intéressé directement ou indirectement ».

⁴ Pietrancosta A., Bompoint D., « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *Colloque, RTDF* N°2 – 2010

⁵ Grillier F., Delpech P., « Fusion et offre publique de retrait, *De quelques difficultés soulevées par les opérations de fusion : aspects de droit boursier* », *Doctrine, RTDF* N°2 – 2014

⁶ Art. L.236-11 Code com. : « Lorsque, depuis le dépôt au greffe du tribunal de commerce du projet de fusion et jusqu'à la réalisation de l'opération, la société absorbante détient en permanence la totalité des actions représentant la totalité du capital des sociétés absorbées, il n'y a lieu ni à approbation de la fusion par l'assemblée générale extraordinaire des sociétés participant à l'opération ni à l'établissement des rapports mentionnés au quatrième alinéa de l'article L.236-9, et à l'article L.236-10. Toutefois, un ou plusieurs actionnaires de la société absorbante réunissant au moins 5 % du capital social peut demander en justice la désignation d'un mandataire aux fins de convoquer l'assemblée générale extraordinaire de la société absorbante pour qu'elle se prononce sur l'approbation de la fusion ».

⁷ Art. L.236-2 Code com.

⁸ Art. L.236-9, Code com., Art. L.236-10 Code com.

⁹ Art. L.236-6 Code com.

généralement tourné vers celui de la société, et non vers le seul intérêt des actionnaires. Il faudra donc se prémunir d'un risque de requalification de l'opération en abus¹.

Amélioration. Une fusion est rémunérée en titres de la ou les sociétés bénéficiaires, et une soulte en espèces dont le montant ne peut dépasser 10 % de la valeur nominale des parts ou des actions attribuées peut éventuellement être versée². Une amélioration pourrait être proposée via le déplafonnement de la soulte, favorisant ainsi le recours à ce type d'opération pour réaliser une radiation, dans la mesure où les actionnaires ne resteront pas au capital de l'ensemble absorbé. À ce titre, pour appuyer cette argumentation, certains auteurs s'appuient sur la législation étrangère, notamment la législation anglaise qui dans le cadre d'une opération de rapprochement réalisée par la procédure de *Scheme of Arrangement* étudiée précédemment, ne prévoit aucune limitation quant au montant de la soulte versée. Le déplafonnement total est prévu également en droit américain, alors qu'une limitation est prévue à la moitié de la rémunération de la fusion en droit suédois³.

Radiation. Le déplafonnement total de la soulte est particulièrement intéressant concernant le retrait dans la mesure où celui-ci permettrait de réaliser une opération dont les effets sont similaires à ceux d'un *squeeze out*, sans la contrainte du seuil de 95 % puisque la fusion rémunérée exclusivement en numéraire a pour effet d'imposer une « cession forcée » de leurs titres aux actionnaires minoritaires, dès lors que l'opération est approuvée par les actionnaires. Eu égard aux conséquences de l'opération et aux exemples étrangers, il semblerait que les conditions d'approbation de l'opération puissent être renforcées, et la mission du commissaire à la fusion modifiée en ce qu'il pourrait apprécier l'équité de la rémunération en numéraire⁴, à l'image de la mission qu'il effectue dans le cadre du retrait obligatoire⁵. La fusion ne constituerait ainsi un détournement de procédure proprement dit eu égard aux garanties qui sont offertes aux minoritaires, mais permettrait de se prémunir du seuil fatidique de détention de 95 %. Une voie médiane pourrait être choisie avec un déplafonnement partiel de la soulte, dans la mesure où un déplafonnement total irait, selon certains, à l'encontre de la nature même de la fusion alors assimilable à une cession, et permettant ainsi d'alléger les contraintes procédurales⁶.

¹ Cass. crim., 10 juill. 1995, n° 94-82.665 ; Paillusseau J., « Les opérations de LBO peuvent constituer des délits pénaux », *La semaine Juridique Edition Générale*, n°4, 24/01/1996, II 22572

² Art. L.236-1, al. 3 Code com.

³ Martin D., Kanovitch B., Simsi S., « Pour une modernisation du droit des fusions », *Chroniques/Public M&A – Offres publiques, RTDF* N°4 – 2010

⁴ Martin D., Kanovitch B., Simsi S., « Pour une modernisation du droit des fusions », *Chroniques/Public M&A – Offres publiques, RTDF* N°4 – 2010

⁵ Art. 261-1, II RG AMF

⁶ Barrière F., « La fusion-filialisation », *Revue des sociétés*, 2013, p. 667 ; Martin D., Kanovitch B., Simsi S., « Pour une modernisation du droit des fusions », *Chroniques/Public M&A – Offres publiques, RTDF* N°4 – 2010

Traitement fiscal. En conséquence, si le traitement de la soulte était modifié en tout ou partie du point de vue du droit des sociétés, il devrait l'être également d'un point de vue fiscal, par la modification de l'article 210-0 A du Code général des impôts qui prévoit une limitation de la soulte à 10 % de la valeur nominale des titres pour bénéficier du régime de faveur. Toutefois, la loi de finances rectificative de 2016¹ a mis fin au différé d'imposition dont bénéficiaient les plus-values d'apport ou d'échange de titres particulièrement avantageux. De sorte que ces plus-values sont désormais systématiquement taxées à concurrence des soultes, ce qui met fin à un « havre fiscal »² qui permettait de faire obtenir des liquidités à une société sans fiscalité immédiate.³

Cas particulier de la fusion transfrontalière. En présence d'une fusion transfrontalière, l'article L.433-4, I, 3° du Code monétaire et financier trouve également à s'appliquer puisqu'il n'opère pas de distinction selon la nationalité de la société absorbante. Or, dans son appréciation des conséquences de l'opération au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou de droits de vote de la société en cause, l'AMF prend nécessairement en compte cet élément d'extranéité. En effet, dans la décision *Ciments français*⁴, l'AMF étudie les dispositions du droit étranger, et notamment le fait que la loi étrangère applicable à l'absorbante comportait des mécanismes permettant d'assurer une protection des actionnaires minoritaires au moins équivalente à celle prévue par la loi française applicable à l'absorbée, à l'existence d'engagements pris par l'absorbante afin de permettre aux actionnaires d'exercer leurs droits de vote en son sein, au maintien d'une cotation de la nouvelle entité fusionnée sur le marché réglementé d'Euronext Paris⁵. L'AMF précise ici que le caractère transfrontalier de la fusion n'implique pas nécessairement la mise en œuvre d'une offre publique de retrait⁶. Cet examen du droit étranger applicable est donc systématique lors d'une fusion transfrontalière ; dans l'affaire *Allianz – AGF*, l'AMF était attentive au fait que les règles allemandes applicables en matière de fusion ne reposaient pas sur une approche multicritères comme en France, mais sur un critère unique et impératif⁷. Or, cet examen du droit étranger est, semble-t-il, constitutif d'une entrave à la liberté d'établissement prévue par les articles 49 et 54 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, dans la mesure où une telle appréciation instaure une différence de traitement

¹ Loi n°2016-1918 du 29 décembre 2016 de finances rectificatives pour 2016, art. 32, jugement d'ouverture, 30 déc. 2016

² Jaillais L., « Soutes : la fin d'un "havre fiscal" », *Les Echos*, le 17/03/2017

³ Gutmann D., « Abus de soulte et sursis d'imposition », *Chronique de Droit fiscal*, *Bull. Joly Sociétés*, 01/04/2017, n°04, p. 257

⁴ AMF., déc. 15 mai 2009, n°209C0678, *Ciments Français – Italcementi*

⁵ AMF., déc. 15 mai 2009, n°209C0678, *Ciments Français – Italcementi*

⁶ Cass. com., 25 nov. 2014, n°13-21.715 : *Juris-Data n°2014-028870* ; Martin D., Giuliani G., « Affaire Icade – Silic : offre publique obligatoire en titre sans option en numéraire », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janv. 2015, comm 23 »

⁷ Martin D., Masset E., « Quelques enseignements tirés de l'offre publique mixte simplifiée d'Allianz sur les actions des Assurances Générales de France (AGF) », *Chroniques/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°3 – 2007

entre sociétés selon le caractère interne ou transfrontalier de la fusion ; l'AMF ajoutant ainsi une condition à la loi¹. Si certes la protection des minoritaires pourrait être une mesure justificative d'une telle restriction en vertu de l'article 4§4 de la directive du Parlement européen et du Conseil du 26 octobre 2005², elle n'est valable en l'espèce dans la mesure où le mécanisme de protection n'intervient qu'après la délibération de l'assemblée générale, et ne concerne que les opposants à l'opération. Dans ce contexte, et eu égard à l'obligation d'interprétation conforme³ qui pèse sur l'Autorité de marché, il serait donc souhaitable que la pratique française évolue, et que l'Autorité de marché renonce à l'appréciation du droit étranger applicable à la société absorbante⁴. Le recours à la fusion, y compris dans un cadre transfrontalier, serait rendu plus attractif, conduisant à une éventuelle radiation en conséquence.

B. L'instauration de la fusion triangulaire

La fusion triangulaire utilisée dans d'autres pays est un mécanisme intéressant, dont la transposition en droit français doit être envisagée, permettant ainsi d'éviter la difficile articulation des dispositifs de radiation.

Mécanisme. La fusion triangulaire est un mécanisme connu du droit américain qui a beaucoup été étudié du fait des avantages qu'il procure. Deux types de fusion triangulaire peuvent être distingués.

Forward. La fusion triangulaire *simple* ou « *forward* », est celle par laquelle une filiale constituée pour l'opération et détenue à 100 % par une société acquéreur, va absorber la société cible. La rémunération des actionnaires de la cible se fera par la remise de titres de la société acquéreur.

Reverse. La fusion triangulaire *inversée*, ou « *reverse* » quant à elle, consiste à faire absorber la filiale détenue à 100 % par la société acquéreur et constituée pour l'opération, par la société cible. Les actionnaires de la cible seront rémunérés par les actions de la société acquéreur.

La spécificité ici, inconnue du droit français, concerne la remise d'actions d'une société qui n'est pas la société absorbante, mais la société mère acquéreur.

Utilité. La fusion triangulaire a pour effet de permettre d'imposer le *squeeze out* à plus de 5 % ou 10 % des actionnaires, le tout permis grâce à une approbation des actionnaires de la cible statuant à la majorité simple ou qualifiée selon la législation applicable. De sorte qu'à l'issue

¹ Menjuq M., « Offre publique de retrait et liberté d'établissement », *Mélanges en l'honneur de Michel Germain*, Lexisnexis, 2015, p. 557

² Art. 4, §, 2 de la directive n°2005/56/CE du Parlement européen et du Conseil du 26 oct. 2005 : « Un Etat membre peut adopter, pour les sociétés participant à une fusion transfrontalière et relevant de sa législation, des dispositions destinées à assurer une protection appropriée aux associés minoritaires qui se sont prononcés contre la fusion transfrontalière ».

³ CJCE, 10 avr. 1984, aff. 14/84, *Von Colson et Kamann*

⁴ Menjuq M., « Offre publique de retrait et liberté d'établissement », *Mélanges en l'honneur de Michel Germain*, Lexisnexis, 2015, p. 557.

d'une telle approbation, 50 % des actionnaires de la cible¹ pourront se retrouver « expropriés »², puisqu'ils sont obligés de quitter la société cible contre des titres ; la société mère s'assure ainsi de l'éviction de l'ensemble des actionnaires minoritaires³.

La fusion triangulaire inversée, dans ses effets, aurait pour équivalent français une OPE suivie d'un retrait obligatoire, en ce qu'elle permet l'acquisition de la totalité des actions de la cible, puis un retrait de cote. Le *squeeze out* s'en distingue, dans la mesure où la contrepartie peut être alternativement monétaire ou en titres, avec une option en espèces. La fusion triangulaire permet également de contourner les difficultés liées à la fusion transfrontalière du fait de l'application des lois des différents États⁴, dans la mesure où en constituant la filiale *ad hoc* sur le territoire de la cible, la fusion sera alors une fusion interne, et seul l'échange de titres sera soumis au droit étranger⁵. La fusion triangulaire inversée présente des avantages connexes par rapport à une fusion bilatérale qui doivent être relevés, parmi lesquels : l'absence de disparition de la personnalité morale de la société cible, ce qui a pour effet d'évincer la question du transfert des contrats non cessibles notamment en raison de clause d'agrément, ou encore le maintien du passif à la charge de la société cible, et enfin, en cas de résultats décevants de l'opération, la société acquéreur pourra facilement se délier de ses actions de la société cible en l'absence de confusion des patrimoines⁶.

Pratique. L'étude de quelques cas pratiques confirme l'intérêt d'avoir recours à ce type de mécanisme. Dans le cadre de l'acquisition de *AXA Financial Inc*, *AXA* a utilisé une fusion triangulaire inversée lui permettant ainsi de réaliser un *squeeze out*. *Business Objects* avait également recours à la fusion triangulaire inversée pour acquérir la totalité du capital de la société *Crystal Decisions*⁷. Eu égard aux contraintes de calendrier, à la rémunération de l'opération, et aux autorisations réglementaires nécessaires, une offre publique pourra parfois être préférée à une fusion⁸.

Transposition en droit français. Pour le moment, le mécanisme de la fusion triangulaire est inconnu du droit français, et se plie difficilement aux qualifications existantes. De sorte qu'il paraît opportun de moderniser quelque peu le droit des fusions, en permettant notamment la

¹ Cette majorité simple est notamment prévue par l'Etat du Delaware ; *Delaware General Corporation Law*, §251 (c)

² Cavalier G., Legendre X., « La fusion triangulaire “reverse”. Pourquoi et comment une société française cotée peut-elle utiliser la technique de la fusion triangulaire “reverse” pour acquérir une société américaine cotée ? », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2004, n°03, p. 239

³ Kalaani A., « Les fusions triangulaires : vers une intégration dans le droit positif français ? », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°43-44, 27 Oct. 2016, 1573

⁴ Barrière F., « Un apport sans apport : la fusion triangulaire à l'envers », *Bull. Joly Sociétés*, 01/12/2009, n° spécial, p.1173

⁵ Kalaani A., « Les fusions triangulaires : vers une intégration dans le droit positif français ? », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°43-44, 27 Oct. 2016, 1573

⁶ Barrière F., « Un apport sans apport : la fusion triangulaire à l'envers », *Bull. Joly Sociétés*, 01/12/2009, n° spécial, p.1173

⁷ Cavalier G., Legendre X., « La fusion triangulaire “reverse”. Pourquoi et comment une société française cotée peut-elle utiliser la technique de la fusion triangulaire “reverse” pour acquérir une société américaine cotée ? », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2004, n°03, p. 239

⁸ De Vilmorin O., Berdou A., Selmouni K., « Les Etats-Unis, nouvel eldorado des groupes français pour leurs opérations de croissance externe ? », *Bull. Joly Bourse*, 31/12/2016, n°12, p. 549

remise de titres d'une société du groupe, de la société mère acquéreur, en contrepartie des titres de la société absorbée pour le cas d'une fusion triangulaire simple, ou de la société absorbante pour une fusion triangulaire inversée¹. Cette dernière entraîne une réduction du capital de la société cible à zéro, puis une augmentation consécutive à laquelle seule la société acquéreur y souscrita. Bien entendu, le régime fiscal de faveur prévu par l'article 210-0 A du Code général des impôts devra également être ajusté.

Fusion triangulaire inversée. C'est l'opération de fusion triangulaire inversée qui nous intéresse plus particulièrement, dans la mesure où la société cible survivra à l'issue de l'opération, et cette société cible sera celle qui a vocation à sortir de la cote. Le recours à la fusion triangulaire inversée nécessite une opération de coup d'accordéon ; or cette opération était permise en droit français uniquement si elle est « nécessaire à la survie de la société »². La question est finalement la même que celle précédemment étudiée, et il serait peut-être opportun d'introduire une disposition législative afin de permettre ce type d'opération, qui ne sera certes pas « nécessaire à la survie » de la société, mais seulement « essentielle » à son bon fonctionnement. Ce dernier terme faisant l'objet d'une interprétation plus souple. Par ailleurs, eu égard aux conséquences drastiques de l'opération, si la majorité qualifiée est normalement requise pour une fusion en droit français³, il serait peut-être ici envisageable de prévoir une majorité plus élevée ; 75 % à l'image du droit anglais par exemple, le droit français ne connaissant que l'unanimité comme alternative au sein des sociétés de capitaux. Un contrôle renforcé de l'Autorité de marché pourrait également être envisagé.

Articulation avec le retrait obligatoire. Il est permis de constater que nombreux sont les pays où les deux mécanismes cohabitent ; à l'image du droit anglais ou encore du droit néerlandais. Toutefois, il serait surprenant de maintenir le seuil du retrait obligatoire, soit-il à 90 ou 95 %, et de permettre une telle opération à une majorité des deux tiers, bien qu'elle trouve sa légitimité dans sa nature sociétaire. Il semble donc que ce mécanisme certes extrêmement souple, l'est peut-être un peu trop pour être transposé à l'identique dans un droit français si protecteur des actionnaires minoritaires.

¹ Derouin P., « Les fusions triangulaires de sociétés », *Bull. Joly Sociétés*, 01/12/2008, n°12, p. 1028

² Cass. com., 17 mai 1995, n°91-21.364, *Bourgeois c/ Sté Usinor* ; Cass. com., 18 juin 2002, n°99-11.000, *Assoc. Adam c/ Sté l'amy*

³ Art. 236-9, al. 1 et 225-96, al. 3 Code com.

Conclusion du Chapitre Second. La radiation pour faible liquidité est donc un dispositif assez ambigu et qui mérite d’être retouché. La modification des règles Euronext permet ainsi de poser un premier jalon dans la discussion qui doit néanmoins être poursuivie, afin de, si le dispositif est conservé, l’améliorer et le rendre effectif. La suppression desdites règles se posera néanmoins si le seuil du *squeeze out* venait à être abaissé. Des modifications connexes permettront de renforcer la qualité de la cote et l’attractivité de la Place de Paris. Si le principe « une action, une voix », pourrait être remis en cause dans une certaine mesure, la position de l’AMF concernant les moyens de défense anti-OPA doit également être revue. Une modernisation du droit des fusions est également souhaitable afin de rendre la technique plus attractive. Si la fusion triangulaire ne pourrait être introduite en France à l’identique, un déplafonnement au moins partiel de la soule serait le bienvenu.

Conclusion du mémoire. Nous aurons beau chercher toutes les parades pour s'arroger du seuil fatidique de 95 % du retrait obligatoire, en ayant recours à la radiation pour faible liquidité, en réfléchissant à l'introduction en France d'un mécanisme sociétaire, ou encore en utilisant la technique de la fusion, il n'en demeure pas moins que la solution idéale qui semble aujourd'hui incontournable, est celle de l'abaissement du seuil du *squeeze out* à 90 %. Cette solution serait, du point de vue du bon fonctionnement du marché, la plus appréciable, mais aussi d'un point de vue sociétaire, eu égard à la protection accordée aux actionnaires minoritaires.

L'instauration d'un mécanisme sociétaire à l'image du droit anglais mérite aussi d'être étudiée. Toutefois, une transposition à l'identique ne serait envisageable. Les principes fondamentaux français, à savoir le pouvoir de gestion du dirigeant et le principe de non-exclusion d'un actionnaire, semblent trop largement mis en échec. Certaines adaptations sont néanmoins envisageables dans des domaines limités, notamment la mise en place d'un mécanisme sociétaire pour réaliser des opérations intragroupe.

En outre, la légitimité de l'entreprise de marché mérite d'être questionnée sur certains points, et une meilleure répartition des fonctions de ladite entité pourrait être proposée. Concernant l'élaboration des règles relatives à la radiation simple, un contrôle accru des pouvoirs publics pourrait être proposé, et s'inspirer de l'ancien droit d'opposition de l'Autorité de marché.

La radiation pour faible liquidité quant à elle, si elle ne saurait être purement et simplement supprimée, doit être améliorée. D'une part, ses conditions d'éligibilité doivent être revues, pour ne pas nier la logique capitalistique qui peut résider derrière un investissement. D'autre part, eu égard aux conséquences qu'elle entraîne et à la faible protection des minoritaires qu'elle accorde, elle se doit d'être perfectionnée. Elle a toutefois pour mérite de constituer un premier jalon dans la discussion qui doit être poursuivie. Quant à son domaine, celui-ci pourrait être restreint afin de ne pas entrer en concurrence avec le retrait obligatoire. Toutefois, à supposer que le seuil de ce dernier soit abaissé, peut se poser la question de la pertinence du maintien d'une telle procédure, dont la suppression sera préférée.

Enfin, quelques réflexions connexes méritent d'être menées. Certaines relèveront de la matière boursière, comme l'étude du blocage des mouvements de titres pendant la période d'offre de retrait. D'autres auront plus trait au droit de sociétés. La position de l'AMF

concernant les moyens de défense anti-OPA doit être revue, pour permettre à un émetteur de diriger un moyen de défense contre un initiateur en particulier.

Le principe « une action, une voix » pourrait être remis en cause dans une certaine mesure, afin de réfléchir à l’instauration des actions à droit de vote multiple en France. Une modernisation du droit des fusions serait également souhaitable. Si la fusion triangulaire américaine ne pourrait être introduite en France à l’identique, un dé plafonnement au moins partiel de la soulte serait le bienvenu. Enfin, une réflexion sur le régime d’intégration fiscale pourrait être menée afin de mieux répondre aux attentes des sociétés cotées.

Eu égard au contexte économique et politique actuel, de telles réformes semblent aujourd’hui particulièrement opportunes, pour ne pas dire indispensables. L’amélioration des normes ainsi prônée, pourrait s’inspirer des propositions formulées par le Haut Comité Juridique de Place afin de mieux légiférer en droit financier. Au cas d’espèce, une consultation de l’AMF serait souhaitable, mais aussi d’autres formes de consultations d’experts du droit financier¹. Par ailleurs, une sortie de Bourse n’est pas nécessairement définitive, et c’est aussi pour cette raison que le dispositif de radiation doit impérativement être amélioré. La flexibilité sur les marchés est un élément clé : l’entreprise de marché s’en préoccupe en facilitant les transferts de marché, le dispositif de radiation doit donc aussi être perfectionné.

¹ Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, « Rapport du groupe de travail “mieux légiférer” en droit financier », *Doctrine*, RTDF N°4, 2016

Remerciements

Tout d'abord, je tiens à remercier Monsieur le Professeur Stéphane Torck d'avoir accepté de diriger ce mémoire et répondu à mes différentes interrogations, mais également de la bienveillance et de la compréhension dont il a su faire preuve à mon égard.

À titre plus personnel, je remercie très sincèrement Messieurs les Professeurs et Directeurs du Magistère, Dominique Bureau et Louis d'Avout.

Je remercie également Monsieur Gaultier de la Rochebrochard pour le temps et l'attention qu'il m'accorde si souvent.

Je tiens bien entendu à remercier toutes les personnes qui m'ont aidée pour mener à bien ce travail et ainsi faire avancer ma réflexion ; Madame le Professeur Caroline Coupet, Monsieur le Professeur William Dross, Maître Sophie Vermeille, Maître Arnaud Berdou.

Enfin, je remercie infiniment ma sœur jumelle, Marie, ainsi que mes parents.

Bibliographie

Ouvrages

- Canivet G., Martin D., Molfessis N. (dir.), *Les offres publiques d'achat*, Lexisnexis Litec, 2009
- Le Cannu P., Dondero B., *Droit des sociétés*, LGDJ, 6^{ème} éd., 2015
- Couret A., Le Nabasque H., Coquelet M.-L., Granier T., Poracchia D., Raynouard A., Reygrobellet A., Robine D., *Droit financier*, Dalloz, 2^{ème} éd., 2012
- Cozian M., Viandier A., Deboissy F., *Droit des sociétés*, Lexisnexis, 30^{ème} éd., 2017
- Dross W., *Droit des biens*, LGDJ, 2^{ème} éd., 2014
- Drummond F., Bonneau T., *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^{ème} éd., 2010
- Ferguson N., *L'irrésistible ascension de l'argent, De Babylone à Wall Street*, éd., Perrin, coll., Tempus, 2011
- Josserand L., *De l'esprit des droits et de leur relativité. Théorie dite de l'abus des droits*. Dalloz, 1939, n°292
- Ripert G., *La règle morale dans les obligations civiles*, Dalloz, 1949, n°98-99
- Vernimmen P., Quiry P., Le Fur Y., *Finance d'entreprise*, Dalloz Gestion, 14^{ème} éd., 2015
- Viandier A., *OPA OPE et autres offres publiques*, Fr. Lefebvre, 5^{ème} éd., 2014

Thèses

- Barban P., *Les entreprises de marché*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015
- Coupet C., *L'attribution du droit de vote dans les sociétés*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2015
- Méadel J., *Les marchés financiers et l'ordre public*, Th. Paris II, LGDJ, éd., 2007
- Sannajust A., *Motivations et Conséquences des opérations de retrait de la cote : une étude internationale*, Th. Clermont-Ferrand I, 2009
- Vidal, J., *Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français – Le principe « Fraus omnia corrumpit »*, Th. Toulouse, Dalloz, 1957

Articles de doctrine

B

- Bagot S., Manley G., "Minority shareholders post-offer", *PLC Magazine*, August 2016
- Baj C., « Problème du droit français : prix ou valeur ? » *Les Petites affiches*, 29 nov. 1995 – n° 143-17
- Barban P., « Précisions relatives aux devoirs d'Euronext et au pouvoir normatif des entreprises de marché », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n° 04, p. 164
- Barban P., « Affaire Radiall c/ Euronext : clarification des règles régissant les radiations volontaires d'instruments financiers », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°5, 2 févr. 2017, 1075
- Barrière F., « Un apport sans apport : la fusion triangulaire à l'envers », *Bull. Joly Sociétés*, 01/12/2009, n° spécial, p.1173
- Barrière F., « La fusion-filialisation », *Revue des sociétés*, 2013, p. 667
- Barrière F., « Réflexion sur l'utilité du trading à haute fréquence », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°4, Juillet 2016, dossier 29
- Basdevant F., « Expertise indépendante : le rôle central du conseil d'administration », *RTDF N°3 – 2007*, p. 110
- De La Bastide B., « Les risques nés de la présence de minoritaires dans les opérations de restructuration », *Les Petites affiches*, 20/11/1996, n°140, p. 6
- Bervas A., « La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », *Revue de la Stabilité financière*, mai 2006
- Blanluet G., « L'intégration fiscale : un régime menacé ? » Actes du 29^{ème} colloque annuel du CEFEP, tenu le 22 juin 2016, *Droit fiscal* n°39, 29 sept 2016, 510
- Bompont D., « L'action de concert à l'âge de la majorité », *RTDF N°2 – 2008*
- Bompont D., « Quand l'engorgement des tribunaux accélère le rythme des affaires boursières... », *Bull. Joly Bourse*, 30/09/2014, n°09
- Bompont D., « Actionnaire. – Peu à peu, le citoyen évince l'actionnaire », *La Semaine Juridique Edition Générale*, n°48, 23 Nov. 2015, doct. 1305
- Bonneau T., « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *RTD Com.* 1999, p. 257

Bonneau T., « Compétence judiciaire », *Droit des sociétés*, n°4, Avr. 2005, comm. 75
Bonneau T., « Commentaire de l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière », *La Semaine Juridique Édition Générale* n°20, 13 mai 2009, doct. 143
Bonneau T., « Règlements délégués et règlements d'exécution », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°05, Sept. 2016, comm. 219
Boucard F., « CJUE : application du droit de l'Union européenne », *RDBF* n°6, nov. 2016, comm. 233
Bucher F., « Le retrait obligatoire définitivement validé par la Cour de cassation », *Revue des sociétés*, 1998, p. 337
Bureau D., « La loi relative aux nouvelles régulations économiques. Aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés*, 01/06/2001, n°6, p. 553

C

Cafritz E., Caramelli D., « Existe-t-il une fairness opinion à la française ? », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°20, 13/05/2004, p. 735
Le Cannu P., « L'abus de minorité », *Bull. Joly Sociétés*, 1986, p. 429
Le Cannu P., « Pouvoir d'appréciation du CBV sur l'offre de retrait obligatoire de l'article 5-5-2 », *Bull. Joly Bourse*, 01/03/1994, n°02, p. 135
Caussain J.-J., Viandier A., *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°32, 1998, p. 1303
Cavalier G., Legendre X., « La fusion triangulaire "reverse". Pourquoi et comment une société française cotée peut-elle utiliser la technique de la fusion triangulaire "reverse" pour acquérir une société américaine cotée ? », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2004, n°03, p. 239
Chacornac J., « Les nouvelles obligations de transparences des sociétés cotées », *Revue Banque et Droit*, n°173 mai-juin 2017, p. 10
Coupet C., « Loi Sapin II : consécration légale du say on pay », *Droit des sociétés*, n°2, Février 2017, comm. 23
Coupet C., « Révision de la directive Droit des actionnaires », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2017, n°04, p. 276
Courret A., « Le harcèlement des majoritaires », *Bull. Joly Sociétés*, 01/02/1996, n°2, p. 112
Courret A., « Contrôle de la cour d'appel de Paris sur une offre publique de retrait », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janv. 2004, 51
Courret A., « Le retour du débat sur le droit de vote double », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°39, 26 sept. 2013, 1518
Cuntz N., « Affaire Radial/Euronext Paris : une porte entre-ouverte pour les émetteurs souhaitant sortir de la Bourse », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°3, Mai 2013, étude 12
Cuntz N., « Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité », *Bull. Joly Bourse*, 01/10/2015, n°10, p.457

D

Daigre J.-J., « Euronext : en route vers le futur ! », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°2, Mars 2001, alerte 100011
Daigre J.-J., « La radiation de la cote, une mesure autonome ; le "flottant", une notion de fait », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 192
Daigre J.-J., « Euronext fait un lifting... », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2017, n°04, p. 249
Delga J., « Révocation sans indemnités des PDG de SA en France : mythe ou réalité », disponible sur <https://www.agrh.fr/assets/actes/1995delga029.pdf>
Deniaud C., Vermeille S., « Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition (OPA) en France : quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? », *RTDF* N°4 – 2013, N°1 – 2014, p. 116
Derouin P., « Les fusions triangulaires de sociétés », *Bull. Joly Sociétés*, 01/12/2008, n°12, p. 1028
Douvreleur O., Uzan C., « Projet de modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : vers un renouveau du droit des offres publiques d'acquisition ? », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2006, n°03 – p. 275

F

Forschbach T., « La procédure de retrait obligatoire », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°43, 27 oct. 1994, 395

Foucault T., « Liquidité, coût du capital et organisation de la négociation des valeurs mobilières », *Revue d'économie financière*, n°82 – Le devenir des bourses de valeurs, 2006

Frison-Roche M.-A., *Le modèle du marché*, *Arch. phil. droit*, 1995, p. 294

Frison-Roche M.-A., « L'acculturation du squeeze out en droit français », *Les Petites affiches*, 29/11/1995 – n°143, p. 13

Frison-Roche M.-A., Nussenbaum M., « Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires », *Revue de Droit bancaire et de la Bourse*, 1995, p. 56

Frison-Roche M.-A., « L'hypothèse d'un droit général de retrait des minoritaires », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 03/10/1996 – n°40, p. 19 à 24

Frison-Roche M.-A., M. Nussenbaum, « Le retrait obligatoire n'est pas contraire à la Convention européenne des droits de l'homme et son prix ne varie pas par rapport à l'offre de retrait », *Recueil Dalloz*, 1998, p. 334

Frison-Roche M.-A., Germain M., Marin J.-C., Pénichon Ch., « Contrôle des critères d'évaluation dans le retrait obligatoire », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°2, Mars 2001, 88

Frison-Roche M.-A., Germain M., Marin J.-C., Pénichon Ch., « Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Novembre 2001, p. 247

Frison-Roche M.-A., « Les qualités du régulateur face aux exigences du droit », *Les Petites affiches*, 23/01/2003, n°17, p. 15

Frison-Roche M.-A., « Réversibilité entre légitimité et efficacité dans les systèmes de régulation », *Les régulations économiques : efficacité et légitimité*, coll. « Droit et Économie de la Régulation », Presses de Sciences Po/Dalloz, 2004, pp. 195-198

Frison-Roche M.-A., « Une "politique de sanction" peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2009, n° Spécial, p. 445

Frison-Roche M.-A., « Ambition et efficacité de la régulation économique », *Revue de Droit bancaire et financier*, Nov.-Déc. 2010

G

Gattaz Y., « ETI, n'entrez pas en bourse vous ne pourriez pas en sortir ! », *Lettre d'actualité ASMEP ETI*, n° 22, nov. 2010.

Gaudemet A., « La cession du principal actif d'une société cotée », *Mélanges en l'honneur de Michel Germain*, Lexisnexus, 2015, pp. 343 s.

Gaudemet A., « Non-conformité du projet d'OPE d'Altice sur SFR : quatre questions, connues et moins connues », *Bull. Joly Bourse*, 01/01/2017, n°01, p. 21

Gaudemet A., « Action de concert : resserrement en vue ? », *Bull. Joly Sociétés*, 01/03/2017 – n°3, p. 173

Gaudemet A., « La deuxième directive Sociétés à l'épreuve du risque de système », *Bull. Joly Sociétés*, 01/05/2017, n°05, p. 333

Geranio M., Zanotti G., « Equity Markets Do Not fit All : an Analysis of Public-to-Private Deals in Continental Europe », *Blackwell Publishing Ltd*, 2010

Gilbert F., « Révision de la directive "Droits des actionnaires" », *RTDF N°1 – 2017*, p. 46

Grillier F., Delpéch P., « Fusion et offre publique de retrait, *De quelques difficultés soulevées par les opérations de fusion : aspects de droit boursier* », *Doctrine, RTDF N°2 – 2014*

Grosjean O., Brochier M., « La cour d'appel de Paris confirme la pratique de l'AMF en matière d'OPR », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2015, n°07-08, p. 324

Gutmann D., « Abus de soultte et sursis d'imposition », *Chronique de Droit fiscal, Bull. Joly Sociétés*, 01/04/2017, n°04, p. 257

K

Kalaani A., « Les fusions triangulaires : vers une intégration dans le droit positif français ? », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°43-44, 27 Oct. 2016, 1573

Karila de Van J., « Le droit de nuire », *RTD civ.* 1993, p. 533 et s.

Katz A., Shah D., "Scheme of Arrangement: An English Law Cram Down Procedure", *Mayer Brown*, disponible sur https://www.mayerbrown.com/public_docs/scheme_of_arrangement.pdf, March 2012

Kirry A., Chapron R., « Un outil probatoire méconnu : l'utilisation de la procédure de discovery devant les tribunaux français », *Gaz. Palais*, 10 déc. 2012, n°344

L

- Lecourt A., « La transposition en France des fusions transfrontalières : entre innovations et espoirs déçus », *Bull. Joly Sociétés*, 01/10/2008, n°10, p.806
- Lenoir N., « La collecte des preuves dans le cadre des procédures judiciaires : l'amorce d'un dialogue entre la France et les États-Unis ? », *Les Petites affiches*, 4 juin 2014, n°111 – p. 6
- Lepetit J.-F., « État, juge et régulateur », *Les Petites affiches*, 23/01/2003, n°17, p. 9
- Leroy C., « Le retrait obligatoire ou l'expropriation des actionnaires minoritaires à la suite d'une offre publique de retrait », *Bull. Joly Bourse*, 01/11/1994/, n°06, p. 567
- Leroy C., « De la normativité économique en démocratie de marché... », disponible sur http://chrisleroy.free.fr/normativite_economique.htm, 20/01/2002
- Lipton M., « Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors », *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 26/01/2017

M

- Maison-Blanche C., Loy M., « Réflexion autour de la nouvelle période de pré-offre », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°2, Mars 2010, prat. 2
- Marini P., « L'avenir du droit des offres publiques », *Les Petites affiches*, 29/11/1995, n°143, p. 34
- Martin D., Masset E., « Quelques enseignements tirés de l'offre publique mixte simplifiée d'Allianz sur les actions des Assurances Générales de France (AGF) », *Chroniques/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°3 – 2007
- Martin D., Kanovitch B., Simsi S., « Pour une modernisation du droit des fusions », *Chroniques/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°4 – 2010
- Martin D., Kanovitch B., Haas F., « L'affaire Icade/Silic », *Chroniques/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°2 – 2014
- Martin D., Kanovitch B., Haas F., Epelbaum M., « L'affaire “Bastide Le Confort Médical” », *Chronique/Public M&A*, RTDF N°4 – 2016, p. 124.
- Martin D., Kanovitch B., Haas F., Epelbaum M., « L'affaire Gameloft », *Chronique/Public M&A – Offres publiques*, RTDF N°1 – 2017
- Martin-Laprade F., « Quitter une société par actions », *Doctrine*, RTDF N°2, 2008
- Martin-Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », *Bull. Joly Bourse*, 01/12/2012, n°12, p. 571
- Martin-Laprade F., « Affaire Riber : rendez-vous devant la Cour de cassation ? », *Bull. Joly Bourse*, 01/06/2016, n°06, p. 247
- Meier O., Sannajust A., « Retrait de cotation : méfiez-vous des biais », *Harvard Business Review*, juin-juillet 2017
- Menjucq M., « Offre publique de retrait et liberté d'établissement », *Mélanges en l'honneur de Michel Germain*, Lexisnexis, 2015, p. 557
- Muller A.-C., « Radiation des négociations, T. - com. Paris, 14 déc. 2012, SA Radiall c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim, comm », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janv. 2014, comm. 25
- Muller A.-C., « Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, Nov. 2015, comm. 207

N

- De Nayer M.-C., « Le retrait obligatoire », *Bull. Joly Bourse*, 01 mars 1994 n° 2, p. 91

P

- Paillusseau J., « Les opérations de LBO peuvent constituer des délits pénaux », *La semaine Juridique Édition Générale*, n°4, 24/01/1996, II 22572
- Pietrancosta A., « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », *RTDF N°3 – 2006*
- Pietrancosta A., Bompont D., « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *Colloque*, RTDF N°2 – 2010
- Pietrancosta A., « “Going private transactions” in France », *Colloque*, RTDF N°4 – 2013/N°1 – 2014
- Pirovano A., « La “boussole” de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? », *Recueil Dalloz*, 1997, p. 189
- Pisani H., « Les nouvelles dispositions relatives au prix des offres publiques d'acquisition et à l'expert indépendant », *Doctrine*, RTDF N°3, 2006

Q

Quiry P., Le Fur Y., « Comment redonner à l'expertise indépendante ses lettres de noblesse ? », *Lettre Vernimmen* n°127, nov. 2014

R

Rameix G., « Les défis de la régulation des hedge funds », *Revue d'économie financière*, n°93, 2008

Renneboog L., « Leveraged Buyouts and Public-to-Private Transactions », *The Oxford Handbooks of Private Equity*, March 2012

Rérolle J.-F., Schmidt D., « L'an I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°5, sept. 2007, étude 15

Roy S., « Anticiper les voies de sortie de la cote ou le parcours de l'initiateur en quête de radiation », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n°04, p. 175

Rutschmann Y., Durand P.-H., « Le système d'intégration à la française face aux exemples étrangers », *Droit fiscal* n°39, 29 sept. 2016, 511

S

Samin T., « Editorial – Réflexions sur le “flottant” : notion et implications », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2013, n°04, p. 161

Segain H., « Les opérations de Public to Private en France : bilan et perspectives », *Bull. Joly Bourse*, 01/09/2005, n°05, p. 536

Schmidt D., « De l'intérêt social », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 1995, n°38, p. 488

Schmidt D., « Réflexions sur le retrait obligatoire », *RD bancaire et bourse*, nov.-déc. 1999, n°76, p. 214

Sivieude O., Gauthier M., Brun M.-C., Marcus A., Olléon L., « Table ronde sur la lutte contre la fraude et l'évasion fiscales », *Droit fiscal*, n°49, 8 déc. 2016, 633

Storck M., De Ravel d'Esclapon T., « Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français ? », *Bull. Joly Sociétés*, 01/01/2009, n°1, p. 92

T

Thieffry P., « Quelques aspects comparés de la procédure civile en France et aux États-Unis », *Revue internationale de droit comparé*, Vol. 36 n°4, octobre-décembre 1984, pp. 783-825

Torck S., « De la suppression du droit d'opposition de l'AMF, suite et fin », *Revue de Droit bancaire et financier*, n°1, Janvier 2008, comm. 30

Torck S., « AMF : un pas de plus vers la régulation des agences de conseil en vote », *Droit des sociétés*, n°7, Juillet 2011, comm. 14

Torck S., « Rapport Giami-Rameix sur le financement des PME-ETI par le marché financier : Nyse-Euronext dans le viseur ou comment l'arbre cache la forêt », *Droit des sociétés* n°4, Avril 2012, comm. 67

Torck S., « Affaire Sacyr : défaut de déclaration de franchissement de seuil et preuve de l'action de concert », *Bull. Joly Sociétés*, n°11, p. 805, 01/11/2012

Torck S., « Offre publique obligatoire, action de concert et contrôle conjoint : chronique d'une pièce inachevée », *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, 2013

Torck S., « Rapport final de l'ESMA sur les agences de conseil en vote », *Droit des sociétés*, n°5, Mai 2013, comm. 87

Torck S., « L'attribution automatique du droit de vote double », *Droit des sociétés*, n°7, Juillet 2014, dossier 7

Torck S., « Cessions et acquisitions d'actifs significatifs », *Droit des sociétés*, n°8-9, Août 2015, comm. 153

Torck S., « Franchissement de seuils exclusivement indirect : la fin du désordre », *Bull. Joly Bourse*, 01/04/2016, n°04, p. 133

Torck S., « Les nouveaux enjeux des délits et des manquements boursiers », *Bull. Joly Bourse*, 01/03/2017, n°02, p. 171

Torck S., « Sortir de la cote », *Bull. Joly Bourse*, 01/05/2017, n°03, p. 227

Torck S., « Sortir de la cote (II) : retrait obligatoire versus article P 1.4.2 des règles de marché Euronext Paris », *Bull. Joly Bourse*, 01/07/2017, p. 269

V

Vabres R., « Radiation demandée par un émetteur et protection des investisseurs », *Droit des sociétés*, n°3, Mars 2017, comm.48

De Vauplane H., « Commentaire du règlement COB n°96-01 relatif au droit d'opposition », *Bull. Joly Bourse*, le 01/01/1997, n°01, p. 17

De Vauplane H., « L'évaluation financière indépendante, nouvelle protection des actionnaires ? », *Revue Banque et Droit*, n°671, juillet-août 2005, p. 98

Viandier A., « Le retrait obligatoire » : *RJDA 1994*, p. 783

De Vilmorin O., Berdou A., « *Vade-mecum* de l'actionnaire activiste », *Bull. Joly Bourse*, 01/01/2016, n°01 – p. 16

De Vilmorin O., Berdou A., Selmouni K., « Les États-Unis, nouvel eldorado des groupes français pour leurs opérations de croissance externe ? », *Bull. Joly Bourse*, 31/12/2016, n°12, p. 549

W

Whitelock P., “Schemes of arrangement: takeovers”, *Practical Law UK Practice Note 2-107-4013 (2017)*

Z

Zidani E., « Le principe de transparence au regard de la directive MIF », *RTDF N°1 – 2017*

Rapports, notes et revues ; documents institutionnels

Pérouse M., *Rapport Pérouse sur la modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation du marché des valeurs mobilières*, La documentation française, 1980

Sénat, débats parlementaires, séance du 18 décembre 1993, publiés au J.O., p. 4459

Institut des réviseurs d'entreprises, Forum – Squeeze out, *Évaluation, information, protection de l'actionnaire*, 2003

AMF, communiqué du 23 avr. 2004, *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n°3, Mai 2004

Naulot J.-M., « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées », *Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, n°13, avril 2005

AMF, *Rapport Mansion pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France*, 6 sept. 2005

AMF, Département des Études, *Lettre Economique et Financière, Une analyse des radiations volontaires de la cote à Paris*, T. Cazenave et A. Demartini, Été 2006

AMF, *Revue mensuelle*, n°28, sept 2006

AMF, Instruction n°2006-07 relative aux offres publiques d'acquisition

AMF, Instruction n°2006-08 relative à l'expertise indépendante

AMF, *Rapport du groupe de travail sur les valeurs moyennes et petites (VaMP)*, présidé par Y. Mansion, membre du collège de l'AMF, 6 nov. 2007

AMF, *Revue mensuelle*, n° 49, juillet-août 2008

Sénat, Marini P., Rapport n° 442, Session ordinaire de 2008-2009, p. 42

OCDE, Rapport, *Le rôle des bourses dans le gouvernement d'entreprise*, Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, 15 juin 2009, p. 18

Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011

AMF, position-recommandation, DOC n°2011-11, Opérations d'apport ou de fusion

Giami Th., Rameix G., *Rapport Giami-Rameix sur le financement des PME-ETI par le marché au ministre de l'Économie et des Finances*, Nov. 2011

AMF, *Rapport Poupart-Lafarge sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées*, 7 février 2012

ESMA, *Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options*, 22 mars 2012

Parlement européen, Direction générale des politiques internes, Étude « Droit et obligations des actionnaires », 2012, p. 90

ESMA, *Public Statement – Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, 12 nov. 2013

Sénat, Desplan F., Avis présenté au nom de la commission des lois constitutionnelles, de législation, du suffrage universel, du Règlement et de l'administration générale sur la proposition de loi, adoptée par l'Assemblée nationale après engagement de la procédure accélérée, *visant à reconquérir l'économie réelle*, session ordinaire de 2013-2014, n°316, 28 janv. 2014

Sénat, Todeschini J.-M., Avis présenté au nom de la commission des finances sur la proposition de loi, adoptée par l'Assemblée nationale après engagement de la procédure accélérée, *visant à reconquérir l'économie réelle*, session ordinaire de 2013-2014, n°315, 28 janv. 2014

AMF, Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition, publié le 13 mai 2014

AMF, position-recommandation, DOC n°2015-02, Les introductions en Bourse

AMF, position-recommandation, DOC n°2015-05, Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs

AMF, Rapport annuel de 2015

Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, « Rapport du groupe de travail “mieux légiférer” en droit financier », *Doctrine, RTDF* N°4, 2016

Bonelli Erede, Bredin Prat, De Brauw, Hengeler Mueller, Slaughter and May, Uría Menéndez, *Guide to public takeovers in Europe*, disponible sur https://www.eba.europa.eu/documents/ddm/com.liferay.portlet.dynamicdatalists.model.DDLRecord/1734224/view_uploadFiles, June 2016

AMF, Rapport annuel de 2016

AMF, Commission des sanctions

AMF, sanct., 13 déc. 2010, *Société Wendel SA, J.-B Lafonta et Société Deutsche Bank Paris*

AMF, sanct., 28 janv. 2013, *Société Gilaspi et M. M. Eisenberg*

AMF, sanct., 25 juin 2013, *Société LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton*

AMF, sanct., 4 déc. 2015, *Sociétés Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd*

AMF, sanct., 25 juill. 2017, *Natixis Asset Management SA*

AMF, sanct., 29 mai 2017, n°7, procédure n°16-03, à l'égard de M. A

Jurisprudence

Conseil constitutionnel

Cons. const., 16 janv. 1982, décision n°81-132 DC

CJUE

CJCE, 10 avr. 1984, aff. 14/84, *Von Colson et Kamann*

CJUE, 4^e ch., 27 nov. 2008, aff. C-418/07, *Sté Papillon* : *Rec. CJCE 2008, I, p. 8947*

CJUE, 2^e ch., 2 sept. 2015, aff. C-386/14, *Groupe Steria SCA*

CJUE, 19 juill. 2016, aff. C-526/14, *Kotnik et a. c/Drzavni zbor Republike Slovenije*,

CJUE, 8 nov. 2016, aff. C-41/14, *Gérard Dowling et a. c/ Minister of Finance*

CEDH

CEDH, 12 oct. 1982, *Bramelid Malmström c/ Suède* : *Rec. CEDH*, p. 64

Conseil d'État

CE. sect., 22 avr. 1977, *Michaud*

CE. sect., 22 févr. 2007, *Assoc. du personnel relevant des établissements pour inadaptés*

Cour de cassation

Cass. civ., 21 juin 1943, *Compagnie agricole d'arbitrage c/ Chambre syndicale du commerce des sucres de Paris*

Cass. civ., 4 juin 1946, *Motte*

Cass. com., 29 avril 1977, n°95-15.220, *ADAM c/ Société Générale et autres*

Cass. com., 18 avr. 1961, *Schuman*

Cass. com., 9 mars 1993, n°91-14.685, *P, Flandin c/ Sté Alarme service*, *Jurisdata n°1993-000497*
 Cass. com., 4 janv. 1994, n°91-20.256, *De Gaste*
 Cass. com., 17 mai 1995, n°91-21.364, *Bourgeois c/ Sté Usinor*
 Cass. crim., 10 juill. 1995, n° 94-82.665
 Cass. com., 27 févr. 1996, n° 94-11.241, *Vilgrain*
 Cass. crim., 7 oct. 1997, n°94-18.553
 Cass. com., 24 févr. 1998, n° 96-12.638, *Kopcio*
 Cass. com., 16 juin 1998, n°96-20.182, *Société SRIM contre Société Coffima*
 Cass. civ 2^{ème}, 7 janv. 1999, n°97-10.831
 Cass. com., 17 juin 2001, n°98-20.188.T et 98-23.453.S, *Alain Géniteau c/ Sociétés Elyo et Lyonnaise des Eaux*
 Cass. com., 18 juin 2002, n°98-21.967, *F-D, Forges Thermal c/Gaillard : RJDA 3/2003, n°262*
 Cass. com., 18 juin 2002, n°99-11.000, *Assoc. Adam c/ Sté l'amy*
 Cass. com., 30 nov. 2004, n°01-15.382
 Cass. com., 22 nov. 2005, n°04-15.336
 Cass. com., 25 avril 2006, n°01-15.754
 Cass. com., 27 oct. 2009, n°08-18.819, *Gecina*
 Cass. com., 15 nov. 2011, n°09-10.893
 Cass. civ 2^{ème}, 16 mai 2012, n°11-17.229
 Cass. com., 15 sept. 2012, n°11-11.633, *Sté Sacyr Vallehermoso c/AMF*
 Cass. com., 4 déc. 2012, n°11-25.408, *Revue des sociétés 2013, p. 150, note Viandier A.*
 Cass. com., 21 janv. 2014, n°12-29.475, *Société APRR*
 Cass. civ 1^{ère}, 3 nov. 2016, n°15-20495
 Cass. com., 22 nov. 2016, n°15-11063, *Bastide Le Confort Médical*
 Cass. com., 6 déc. 2016, n°15-10.275, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*
 Cass. com., 11 janv. 2017, n°14-27.053, *Sté la Clinique de la Ciotat c/ Sté centre d'hémodialyse de Provence-Aubagne*

Cour d'appel

CA Paris, 22 mai 1965, *Fruehauf*
 CA Paris, 25 févr. 1994, *Société financière CIRCE*
 CA Paris, 16 mai 1995, *ADAM c/ Société Générale et autres*
 CA Paris, 5 mai 1998, *Tissot et a. c/ SA Société Générale*
 CA Paris, 3 juill. 1998, *Géniteau c/ CMF et Sté Elyo*
 CA Paris, 28 janv. 2000 : *RTD com. 2000, p. 388, note Y. Reinhard*
 CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 19 déc. 2000, *cons. Armand et s. c/ SA Neptune, Soc. commerciale des eaux minérales du Bassin de Vichy*
 CA Paris, 31 janv. 2001, *SA Intersport France c/ P. Durant*
 CA Paris, 18 mars 2003 : *Juris-Data n°2003-204244*
 CA Paris, 16 sept. 2003, *Adam et a. c/ SA Legrand et SAS FIMAF : Jurisdata n°2003-221173*
 CA Paris, 26 juin 2014, n°2014-014955
 CA Paris, 16 sept. 2014, *SA Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim*
 CA Paris, 8 janv. 2015, n°2013/23300, *SMAvie BTP c/ Silic et Icade*
 CA Paris, 31 mars 2016, n°2015/12351
 CA Paris, 12 janv. 2017, n°16/17607, *Eurosic c/ Gecina et ADAM*
 CA Paris, 8 févr. 2017, n°2016/26035, *SA Radiall, SA Hodiall, c/ SAS Orfim, SA Financière de l'Echiquier*
 CA Paris, 18 mai 2017, n°2016/26029, *Orfim et Financière de l'Echiquier c/ Radiall*

Première instance

T. com., Paris, 14 déc. 2012, *SA Radiall c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim*
 T. com., Paris, 29 juill. 2015, *Elliott c/ XPO Logistics*

Tribunal des conflits

T. confl., 13 déc. 2004, n°3418, *EURL Guibor c/ Sté Euronext Paris : Juris-Data n°2004-263559*

Décisions étrangères

Re *Savoy Hotel Ltd*, 1981

Revlon v. Mac Andrews and Forbes Holdings Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1985)

Uncoal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985)

ABN Amro, Cour suprême néerlandaise, 13 juill. 2007

Validus Holding Ltd, IPC Holdings Ltd (IPC), 2009

Primacom Holding GmbH and others v Credit Agricole and others [2012] EWHC 164 (Ch)

In re Application of XPO Logistics, inc. 15-MC-205 (LGS)(SN), 22/05/2017

Articles de presse

Option Finance

Roc'h J., Fairhurst A., « Royaume-Uni : des atouts fiscaux indéniables pour les entreprises », *Option Finance*, le 26/05/2015

Fornoni D., « Radiation des titres d'une société cotée : des modifications qui risquent de faire pschitt », *Option Finance*, le 31/08/2015

Roy S., Angileri A., « Bourse : le nouveau cas de radiation simple des titres financiers reste une timide alternative », *Option Finance*, le 23/05/2016

Trebaul A., « Radiant peine à sortir de la cote », *Option Finance*, le 09/05/2017

« CEGID : Claudius France lance une nouvelle OPA », www.optionfinance.fr, le 19/05/2017

Adler H., Haeri K., « Mesures d'instruction in futurum : le secret des affaires est dans la balance », *Option Droit et Affaires*, le 23/08/2017

La Tribune

Arnaud R., « Les résultats de Nissan pulvérisent le record de 2001 », *La Tribune*, le 10/05/2002

Pinaud O., « Le rachat de SFR par Jet Multimédia contesté », *La Tribune*, le 09/04/2009

Cuny D., Mabillet P., « Le Nasdaq européen existe, c'est Euronext », Interview de Stéphane Boujnah, *La Tribune*, le 07/04/2017

Le Monde

Jacquin J.-B., « Le transporteur Norbert Dentressangle franchit l'Atlantique », *Le Monde*, le 30/08/2014

Jacquin J.-B., « Le rachat de Dentressangle par XPO bloqué », *Le Monde*, le 20/07/2015

Jacquin J.-B., « Dentressangle : un duel américain devant la justice française », *Le Monde*, le 11/09/2015

Jacquin J.-B., « Colette Neuville demande une enquête sur Norbert Dentressangle », *Le Monde Économie*, le 11/09/2015

Allaire Y., Dauphin F., « Les fonds activistes sont-ils utiles aux entreprises ? », *Le Monde*, le 30/10/2015

Cosnard D., « CFAO quitte de nouveau la Bourse », *Le Monde*, le 03/01/2017

Chaperon I., « Un fonds vautour américain lorgne Fraikin », *Le Monde*, le 06/07/2017

« Dans l'attente du prochain choc économique », *Le Monde*, les 09-10/07/2017

Borde A., « Donald Trump fait de la déréglementation sa priorité », « Les germes de la prochaine tempête financière », *Le Monde*, les 09-10/07/2017

Le Figaro

Motte M., Daniels N., « La cotation en Bourse perd de son attrait », *Le Figaro*, le 09/06/2001

AFP, [Le Figaro.fr](http://LeFigaro.fr), « Ventes records pour Hermès en 2016 », *Le Figaro*, le 08/02/2017

Egloff E., « Bolloré prend acte des difficultés de son activité de batterie », *Le Figaro*, le 25/03/2017

Huijgen A., « XPO Logistics capitalise sur Norbert Dentressangle », *le Figaro*, le 24/04/2017

AFP, [Le Figaro.fr](http://LeFigaro.fr), « Cegid : nouvelle OPA de Claudius France », *Le Figaro*, le 19/05/2017

Laskine R., « Les fonds ont l'Europe en ligne de mire », *Le Figaro Économie*, le 27/06/2017

Letessier I., « Les actionnaires activistes montent à l'assaut des géants de la Bourse », *Le Figaro*, le 19/07/2017

Financial Times

Burgess K., « Poundland faces rough ride as Elliott brings 'bumpitragé' into play », *Financial Times*, le 08/08/2016

McClellan P., « Poundland accepts increased £466m offer from Steinhoff », *Financial Times*, le 11/08/2016

Smith D., « Singapore risks a race to the bottom with dual-class shares », *Financial Times*, le 16/03/2017

Sharfman B., « How dual class shares in IPOs can create value », *Financial Times*, le 01/08/2017

L'Agefi

Pinaud O., « Cinven met fin à six ans d'épreuve de force avec les hedge funds sur Camaïeu », *L'Agefi*, le 30/03/2011

Anselmi F., « Les retraits de cote restent complexes à Paris », *L'Agefi Hebdo*, du 16 au 22 juin 2011

Pinaud O., « L'irruption d'Elliott AM menace l'OPA de Vodafone sur Kabel Deutschland », *L'Agefi*, le 10/09/2013

Le Réour Y.-M., « Spie projette une introduction en Bourse à l'automne prochain », *L'Agefi*, le 09/04/2014

De Roulhac B., « Il est urgent d'adapter la protection des minoritaires à l'évolution des pratiques d'acquisition », *L'Agefi*, le 25/06/2014

De Roulhac B., « Le dossier Orchestra révèle les limites de l'expertise indépendante », *L'Agefi*, le 07/01/2015

Rolland S., « XPO Logistics s'attaque au fonds Elliott », *L'Agefi Hebdo*, le 16/07/2015

« Lone Star relève son offre sur le britannique Quintain Estate », *L'Agefi*, le 28/09/2015

De Roulhac B., « Elliott compte bien animer l'assemblée générale de Norbert Dentressangle », *L'Agefi quotidien*, le 18/11/2015

Le Quintrec F., « Les nouvelles règles de radiation de la cote d'Euronext à l'essai », *L'Agefi Hebdo*, du 4 au 11 mai 2016

« Elliott s'oppose toujours à XPO Logistics », *L'Agefi*, le 10/06/2016

Le Quintrec F., « Les entreprises cotées voient leurs contraintes s'alourdir », *L'Agefi Hebdo*, du 3 au 9 nov. 2016

Pinaud O., « Snap relance la lutte contre les actions à plusieurs classes », *L'Agefi*, le 01/02/2017

Pinaud O., « Lactalis n'a pas encore partie gagnée sur Parmalat », *L'Agefi*, le 10/03/2017

Bouchaud B., « Les États-Unis lancent le chantier de la dérégulation financière », *L'Agefi*, le 14/06/2017

« L'alternatif contre-attaque – Episode 3 : La force du private equity américain », *www.lagefi.fr*, le 10/07/2017

Les Echos

Fradin C., « La multicotation en perte de vitesse » *Les Echos*, le 08/12/2003

« Le Nasdaq veut relancer la multicotation », *Les Echos*, le 13/01/2004

Sayer P., Senequier D., « Sortir de la Bourse pour mieux rebondir », *Les Echos*, le 29/06/2005

Honoré B., « Buffalo Grill : les actionnaires minoritaires contestent l'OPR », *Les Echos*, le 21/02/2006

Chauvot M., « Mittal Steel n'arrive pas à déloger les actionnaires minoritaires d'Arcelor », *Les Echos*, le 21/11/2006

Drif A., « Cinven va enfin sortir Camaïeu de la cote », *Les Echos*, le 30/03/2011

Peltier F., « En finir avec les profiteurs de la sortie de Bourse », *Les Echos*, le 13/03/2013

Fay P., « Norbert Dentressangle va traverser le "Channel" boursier », *Les Echos*, le 01/07/2013

Amiot M., Boisseau L., « Renault : cinq questions clés sur le bras de fer avec l'Etat », *Les Echos*, le 20/04/2015

Torck S., « L'État, cet actionnaire activiste », *Les Echos*, le 30/04/2015

« Norbert Dentressangle est devenu officiellement XPO Logistics Europe », *Les Echos*, le 19/11/2015

Boisseau L., « Le rôle grandissant et inquiétant des agences de conseil en vote », *Les Echos*, le 02/02/2016

Drif A., « Le britannique Cinven lève 7 milliards d'euros », *Les Echos*, le 30/06/2016

Boisseau L., « Le bras de fer entre Radiall et ses minoritaires arrive à son terme », *Les Echos*, le 31/01/2017

Boi L., « Snap innove en émettant des actions sans droit de vote à l'occasion de son IPO », *Les Echos*, le 02/03/2017

Chauvot M., « Le groupe SPIE monte en puissance », *Les Echos*, le 13/03/2017

Drif A., Boisseau L., « L'activiste TCI renforce la pression sur le patron de Safran », *Les Echos*, le 16/03/2017

Jaillais L., « Soultes : la fin d'un "havre fiscal" », *Les Echos*, le 17/03/2017

Amiot M., « Blue Solutions offre une porte de sortie à ses minoritaires, » *Les Echos*, le 24/03/2017

Dupont-Calbo J., « À Wall Street, Tesla met General Motors dans son rétroviseur », *Les Echos*, le 10/04/2017

Boisseau L., « La place de Paris réfléchit à des actions à droits de vote multiple », *Les Echos*, le 21/04/2017

Boisseau L., « Avec Snap, on a atteint la limite extrême en termes de mauvaise gouvernance », *Les Echos*, le 21/04/2017

Chapuis D., « La famille Arnault réorganise la structure du géant du luxe LVMH », *Les Echos*, le 26/04/2017

Trevidic B., Boisseau L., « Zodiac imagine déjà un plan B en cas d'échec avec Safran », *Les Echos*, le 28/04/2017

Maujean G., « Tous activistes », *Les Echos*, le 30/05/2017

Ait-Kacimi N., « Une levée de fonds historique pour des temps difficiles », *Les Echos*, le 30/05/2017

Couet I., « Quand Muddy Waters prévient le monde entier avant une attaque en Bourse », *Les Echos*, le 07/06/2017

Palierse C., « Élis va déboursier plus de 2 milliards pour absorber son concurrent anglais », *Les Echos*, le 13/06/2017

Boi L., « Les activistes français, une espèce quasi inexistante », *Les Echos*, les 16-17-18/06/2017

« Au revoir Balthazar », *Les Echos*, le 19/06/2017

« Brexit : des banques ont déjà pris des licences pour Paris » *Les Echos*, le 28/06/2017, selon Christian Noyer ancien gouverneur de la Banque de France, « Il est évident qu'il est aujourd'hui plus facile de vendre la France grâce à Macron. Le contexte a changé »

Drif A., « Jean-Dominique Daudier de Cassini : "L'offensive des fonds anglo-saxons change la donne en France" », *Les Echos*, le 28/06/2017

« Recette du chef », *Les Echos*, 29/06/2017

« Toshiba pourrait introduire en Bourse le suisse Landis + Gyr », *Les Echos*, le 04/07/2017

Benoit G., « Paris déroule le "tapis bleu-blanc-rouge" pour les exilés du Brexit », *Les Echos*, le 10/07/2017

Benhaddou A., « Europe : l'activisme gagne du terrain », *Les Echos*, le 10/07/2017

Ducruet C., « Collectis introduit au Nasdaq son activité de modification des plantes », *Les Echos*, le 11/07/2017

Benoit G., « Le Gouvernement en opération séduction pour la Place de Paris », *Les Echos*, le 12/07/2017

Robequain L., « La bataille des milliardaires qui passionne Wall Street », *Les Echos*, le 12/07/2017

Fay P., « En Bourse, les "small caps" ont toujours la cote », *Les Echos*, les 13-14-15/07/2017

Rolland S., « La baisse du nombre de petites valeurs menace la vitalité du marché européen », *Les Echos*, les 13-14-15/07/2017

Desjardins C., « Combien coûte une IPO ? », *Les Echos*, les 13-14-15/07/2017

Desjardins C., « Les entreprises familiales n'ont plus peur de la Bourse », *Les Echos*, les 13-14-15/07/2017

Benoit G., « Le marché des introductions en Bourse redémarre partout dans le monde », *Les Echos*, le 24/07/2017

Barre N., « Les sept leçons de Carlos Ghosn », *Les Echos*, le 31/07/2017

Dupont-Calbo J., « Renault-Nissan sur la première marche du podium mondial », *Les Echos*, le 31/07/2017

Moreira E., « Tesla livre les premiers exemplaires de son modèle grand public », *Les Echos*, le 31/07/2017

Gaston-Breton T., « Elon Musk, le bon génie de Paypal », *Les Echos*, le 03/08/2017

« La Malaisie réfléchit à des actions à droit de vote multiple », *Les Echos*, le 09/08/2017

Counis A., Boisseau L., « Altice franchit 95 % de SFR et lance une offre publique de retrait », *Les Echos*, le 11/08/2017

Rauline N., « Quand la personnalité d'Evan Spiegel horripile », *Les Echos*, le 14/08/2017

L'humanité

« Mitsubishi. Carlos Ghosn : le patron que tous les actionnaires s'arrachent », *www.humanite.fr*, le 19/10/2016

