

Chronique *financière* *et boursière*



Hubert de Vauplane
Direction
des affaires juridiques
Paribas

Jurisprudence et décisions administratives

Offre publique. Double promesse irrévocable. Cessions étalées dans le temps. Cession de bloc (oui). Dépôt d'une garantie de cours lors de l'acquisition du bloc initial (oui). Réouverture d'une garantie de cours lors des levées ultérieures (oui).

■ *CMF, décisions n° 199c1898 du 3 décembre 1999 et 199c2000 du 20 décembre 1999, Navarro ; voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 786.*

Lans le cadre d'une double promesse irrévocable d'achat et de vente, à quel moment doit-on considérer qu'il y a acquisition d'un bloc d'actions au sens de l'article 5-4-1 du règlement général du CMF imposant le dépôt d'une garantie de cours ? Deux solutions sont possibles : au moment de la levée des promesses, ou à celui de la signature des engagements.

Un protocole prévoyant l'acquisition de la majorité des titres d'une société en différentes étapes selon un calendrier prédéterminé, la première conduisant à l'acquisition d'un bloc initial de 20 %, caractérise, selon le CMF, un concert capitalistique entre ses signataires en ce qu'il constitue un «accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote» (3). Du fait du franchissement entre le cédant et le cessionnaire des seuils du tiers, de la moitié et des deux tiers du capital et des droits de vote de la société Navarro, l'acquéreur a convenu de mettre en place une garantie de cours afin de permettre aux actionnaires de la société Navarro qui le souhaitent de bénéficier des mêmes conditions financières de sortie que le cédant. La présente décision du CMF est intéressante à deux titres.

• En premier lieu, elle indique clairement qu'un double engagement irrévocable de céder d'une part, et d'acquérir d'autre part doit s'analyser comme un «projet d'acquisition» au sens de la réglementation boursière : le CMF a en effet «considéré que la structure du contrat signé entre les parties et qui les engage irrévocablement, sous la forme d'une promesse d'achat et d'une promesse de vente irrévocables, devait être analysé, s'agissant de [l'acquéreur], comme un projet d'acquisition d'un bloc de titres conférant la majorité du capital ou des droits de vote de la société Navarro, tel que visé à l'article 32-2° de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 et que [l'acquéreur] entrait dans les prévisions de l'article 5-4-1 du règlement général du

CMF, étant à ce jour irrévocablement convenu d'acquérir un bloc de titres lui conférant la majorité du capital ou des droits de vote de la société Navarro». Ainsi, même si seule une partie du capital et des droits de vote sont transférés au jour de la signature, et ce pour un pourcentage inférieur à celui exigeant le dépôt d'une offre obligatoire, le CMF considère que l'irrévocabilité des promesses croisées conduit à appliquer dès la signature de celles-ci les règles relatives aux offres obligatoires, et ce, sans attendre la levée effective de ces promesses. C'est en ce sens que le CMF «a estimé que [l'acquéreur] est tenu de déposer un projet de garantie de cours dès à présent au prix par action Navarro de 22,86 €, soit le prix du bloc initial qui vient d'être acquis par [l'acquéreur]».

• Dès lors, et c'est le second enseignement de cette décision, comment doivent être traités les actionnaires minoritaires lors de la levée du solde des titres, levée qui peut avoir lieu à un prix différent de celui de l'acquisition du premier bloc ? Ceux-ci doivent-ils se contenter de la garantie de cours imposée lors de la première tranche d'acquisition ou bien doivent-ils choisir de façon exclusive entre apporter leurs titres à cette première offre, ou les apporter lors d'une nouvelle garantie de cours ouverte à l'occasion de l'acquisition du bloc de titres conduisant au franchissement du seuil de 50 % ? Le CMF n'a retenu aucune de ces deux solutions, mais une troisième plus protectrice des droits et intérêts des actionnaires. Dans une opération de cession d'une participation majoritaire en plusieurs temps (au moins deux) avec une acquisition à un prix déterminé dans une première étape pour une partie du bloc et une acquisition à terme pour un prix déterminable mais non déterminé pour le solde, le CMF peut demander que la procédure de garantie de cours soit réouverte lors de l'acquisition du solde de la participation à un prix au moins identique à celui du bloc lors de la première étape, augmenté le cas échéant du prix versé pour l'acquisition de la deuxième partie du bloc ; toutefois, les actionnaires qui répondent à la première étape de la garantie de cours peuvent prétendre à un complément de prix au vu des conditions de cession du solde du bloc lors de la deuxième étape. Tel est le sens de la décision du CMF selon lequel «compte tenu de ce que le prix de cession du bloc d'actions Navarro conférant le contrôle [à l'acquéreur] est par construction inconnu à ce jour, cette garantie de cours sera réouverte lors de l'acquisition de ce bloc d'actions au même prix que le prix par action dudit bloc en tenant compte, le cas échéant, de la transaction sur le solde de la participation [du cédant]». Une telle solution, qui conduit à fixer une sorte de garantie de prix de cession sur l'ensemble de période considérée, s'apparente, d'un point de vue économique, à la mise en place d'un CVG, même s'il existe de nombreuses différences avec cette technique (comme la négociabilité du CVG).

(3) Concrètement, le protocole signé entre les parties prévoyait :

- l'acquisition d'un bloc initial de 20 du capital dans un délai de 30 jours à compter de la signature du protocole, soit le 27 octobre 1999, pour un prix de 3 291 840 €, soit un prix unitaire de 22,86 € par action ;
- l'acquisition d'un bloc auprès du cédant conférant à l'acquéreur le contrôle de Navarro entre le 1^{er} janvier 2003 et le 30 juin 2003 pour un prix qui aura pour base celui de la transaction du bloc initial majoré des résultats nets cumulés et non distribués des exercices 1999 à 2002 ;
- l'acquisition du solde de la participation entre la cession du bloc de contrôle et le 30 juin 2006, toujours en tenant compte des mêmes paramètres de valorisation mis à jour, le cas échéant, pour tenir compte des exercices clos à la date de transaction.