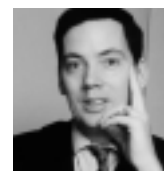


Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT
DE VAUPLANE

Direction
des affaires juridiques
BNP-Paribas
Vice-président AEDBF

Pactes d'actionnaires - Clauses de sortie conjointe - Clauses d'inaliénabilité - Clauses particulières lors d'introductions en bourse

CMF, décision n° 200C0968, TREDI, 22 juin 2000 ; CMF, décision n° 200C0990, Consodata, 26 juin 2000 ; CMF, décision n° 200C0202 Fleury Michon, du 7 février 2000 ; CMF, décision n° 200C0859, Linedata Services, du 5 juin 2000 ; CMF décision n° 200C0203, Metrologic Group, 7 février 2000 ; CMF décision n° 200C0451, Sys-Com, 21 mars 2000 ; CMF décision n° 200C0451, Sys-Com du 21 mars 2000 ; CMF décision n° 200C0442, Self Trade du 20 mars 2000 ; voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 756 et suiv. n° 774.

- **Clauses de sortie conjointe.** Traditionnellement, la présence d'une clause de sortie conjointe dans un pacte d'actionnaire conduit le CMF à qualifier ce dernier d'action de concert. Toutefois, dans une décision intéressante, le CMF a indiqué les raisons pour lesquelles une clause de cession conjointe stipulée entre les principaux actionnaires d'une société pouvait ne pas être, en elle-même, constitutive d'une action de concert, ce qui constitue une évolution importante de la jurisprudence du CMF sur ce type de clause. Au cas présent, le Conseil a retenu trois éléments – cumulatifs à notre sens – permettant d'écarter la qualification d'action de concert : le seuil retenu pour déclencher l'application de cette clause (au cas présent, cession de 5 % ou plus du capital) est élevé et laisse aux parties la liberté de céder des quantités de titres inférieures à ce seuil ; le bénéficiaire de la clause peut ne pas la mettre en œuvre, le cédant retrouvant alors la liberté de céder le nombre de titres qu'il souhaite aux conditions initialement prévues ; le cédant n'est débiteur d'aucune obligation d'acheter les titres du bénéficiaire de la cession conjointe si le cessionnaire envisagé se trouve être défaillant et ne procède pas à l'acquisition prévue (CMF, décision n° 200C0968, Tredi, 22 juin 2000).

- **Clauses d'inaliénabilité.** Les clauses d'inaliénabilité sont la plupart du temps qualifiées par le CMF d'engagements constitutifs d'une action de concert, sauf exceptions (par exemple, recapitalisation de la société, privatisation). Au cas présent, les principaux actionnaires d'une société cotée au Nouveau marché ont conclu un avenant à leur pacte à la suite de la survenance du terme de la période d'inaliénabilité qui avait suivi l'introduction de la société

en bourse. L'objectif de cet avenant est de «juguler les risques de perturbations du cours des actions suite à des cessions par ces actionnaires». La convention avait ainsi pour objet de concilier la conservation de leur niveau de participation par l'ensemble des parties et les besoins de liquidité, immédiats et à venir, de certains actionnaires. Tout comme pour les clauses de sortie conjointes, le CMF a assoupli sa vision en estimant qu'une clause d'inaliénabilité partielle d'une durée de un an comportant les objectifs mentionnés ci-dessus ne suffisait pas, en elle-même, à caractériser l'existence d'une action de concert entre les signataires (CMF, décision n° 200C0990, Consodata, 26 juin 2000).

- **Introductions en bourse.** Les introductions en bourse sont souvent l'occasion pour les actionnaires de fixer préalablement à celle-ci dans des conventions leurs relations entre eux, le contenu de certains des engagements réciproques étant alors porté à la connaissance du public par la note d'information Cob publiée à l'occasion de l'introduction en bourse (notamment les engagements de conservation de titres). La diversité des situations ne permet pas dans le cadre de cette chronique une étude exhaustive des cas, mais leur étude révèle que le pacte conclu à l'occasion d'une introduction peut constituer ou non une action de concert selon le contenu de la convention. Plusieurs cas retiendront notre attention à titre illustratif. (i) Parfois, les parties à la convention déclarent agir expressément de concert et ce afin «d'offrir des garanties nécessaires au marché quant à la pérennité de l'entreprise, de sa gestion et d'une façon générale, comme signe positif en matière de gouvernement d'entreprise» (CMF, décision n° 200C0202, Fleury Michon, du 7 février 2000). (ii) Lorsque le capital de la société à introduire en bourse est composé pour partie d'actionnaires historiques, généralement personnes physiques, et pour une autre partie généralement minoritaire d'actionnaires financiers, les relations entre ces deux types d'actionnaires font souvent l'objet de conventions particulièrement détaillées, distinguant parfois même les relations entre dirigeants actionnaires d'une part, et entre ceux-ci et les actionnaires investisseurs financiers d'autre part. Dans le présent exemple, l'objectif de la convention est «d'assurer aux salariés actionnaires le maintien d'une minorité de blocage au sein

du capital de la société et pour ce faire de formaliser leurs relations et les conditions dans lesquelles elles conçoivent de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ainsi que d'organiser entre elles une concertation étroite destinée à dégager une position cohérente, notamment vis-à-vis des partenaires financiers de la société» (CMF, décision n° 200C0859, Linedata Services, du 5 juin 2000). Dans un cas comme dans l'autre, la convention est constitutive d'une action de concert au sens de mise en œuvre d'une politique commune. (iii) Dans une autre situation, un pacte prévoit un engagement mutuel d'information des signataires portant sur toute demande ou offre d'achat ou d'échange avec engagement de déterminer d'un commun accord entre tous les signataires les mesures à prendre du fait de cette demande ou offre, et un droit mutuel de préemption. Prenant acte de la volonté commune des parties au pacte de préserver au-delà de l'admission des titres en bourse un «noyau stable» au sein de l'actionnariat indispensable pour assurer la «pérennité de l'entreprise dans un marché concurrentiel», en renonçant à leur «intérêt spéculatif immédiat», objectif qui traduit la volonté d'agir de concert, le CMF a écarté une application trop rigide de la notion d'action de concert, alors même qu'il existe certaines clauses généralement constitutives d'une action de concert, s'attachant plus à l'esprit de la convention qu'à sa forme (CMF décision n° 200C0203, Metrologic Group, 7 février 2000). (iv) Les introductions sur le marché étant parfois motivées par un souci de transmission d'entreprise, les pactes conclus lors de la mise sur le marché doivent non seulement être examinés au regard de la notion de concert, mais aussi à l'aune de la réglementation des offres publiques obligatoires. Dans la présente espèce, les signataires ont procédé à la conclusion d'un pacte d'une part, en vue d'opérer un transfert progressif d'une partie du capital de la société aux cadres dirigeants, d'autre part pour soutenir, en étant de concert, la stratégie à mettre en place au sein de la société, assurer le contrôle de la société, la transmission des actions, la continuité de gestion et la stabilité de l'actionnariat de cette dernière. Considérant que la faculté reconnue à l'un des signataires d'augmenter progressivement sa part au sein du concert avec vocation à en devenir le participant essentiel et que cette faculté de transmission programmée constitue une donnée préalable à l'introduction de la société connue de tout investisseur candidat à l'entrée au capital, le CMF a considéré que le changement d'équilibre au sein du concert qui interviendrait par la mise en jeu des clauses du pacte ne constitue pas le fait générateur d'une offre publique obligatoire (CMF décision n° 200C0451, Sys-Com du 21 mars 2000). (v) Lorsque l'introduction sur le marché vise des titres d'une entreprise d'investissement ou d'une banque, l'existence d'une réglementation spécifique applicable à ce type de société peut conduire les actionnaires réunis au sein d'un pacte à prévoir certaines particularités. Tel est le cas des engagements pris par l'actionnaire de référence, au sens de la réglementation du CRBF et de la Banque de France, qui sont automatiquement transférés, avec l'accord préalable des autres actionnaires, au nouvel acquéreur (CMF décision n° 200C0442, Self Trade du 20 mars 2000).