

### 3 Concert de circonstance et retrait obligatoire (À propos de CA Paris, 1<sup>er</sup> oct. 2015, n° 14/12844)

Jean-Christophe DEVOUGE,  
avocat à la cour,  
Davis Polk & Wardwell LLP

« Couvrez ce sein que je ne saurais voir.  
Par de pareils objets les âmes sont blessées,  
Et cela fait venir de coupables pensées »

Molière, Tartuffe

Un arrêt relativement récent de la cour d'appel de Paris jette un éclairage cru sur l'action de concert de « circonstance » (ou de « complaisance »), et ce dans le contexte particulier du retrait obligatoire.

Le litige opposait l'actionnaire majoritaire d'une société cotée à son conseil financier, lequel avait pour mission d'organiser la sortie en bourse de la filiale cotée, le tout « à moindre coût et à moindre risque ». Avec une participation de l'ordre de 56,6 %, ledit actionnaire se retrouvait en effet dans l'impossibilité pratique de mettre en œuvre un retrait obligatoire, lequel suppose, en tout état de cause, une participation minimale de 95 % en capital ou en droits de vote<sup>1</sup>.

Pour surmonter ce qui, *a priori*, pouvait être un obstacle définitif, le conseil a recommandé à son client la réalisation de deux opérations : d'une part une offre de rachat de ses propres actions initiée par l'émetteur coté suivie d'une réduction de son capital, permettant de « reluer » mécaniquement la participation de l'actionnaire majoritaire et, d'autre part, la constitution d'un concert avec d'autres actionnaires permettant de franchir le seuil de 95 %, ouvrant la possibilité du retrait obligatoire.

Si cette stratégie s'est finalement vue couronnée de succès, la dérive du calendrier de sa mise en œuvre (deux ans) a provoqué l'ire du client, qui a souhaité mettre en jeu la responsabilité de son conseil<sup>2</sup>. En cause principalement les réticences de l'AMF<sup>3</sup> à reconnaître l'existence d'une action de concert, qui n'avait d'autre but que la

recherche d'obtention du seuil de 95 % pour permettre un retrait obligatoire.

Les prétendus concertistes n'avaient pourtant pas ménagé leur peine : conclusion d'un pacte d'actionnaires au contenu conforme aux déclarations de l'AMF sur les actions de concert (examinées « à la loupe » par leur conseil juridique), note d'un avocat spécialisé, déplacements auprès des services de l'AMF.

C'est là sans doute la particulière saveur de cet arrêt que de dévoiler au grand jour les réelles intentions des « faux concertistes », et la gêne correspondante de l'autorité boursière. Sur le fond la question posée mérite cependant attention.

On sait en effet que l'action de concert n'est pas seulement source d'obligations pour les concertistes mais qu'elle peut être, en fonction des circonstances, recherchée pour les bénéfices qu'elle peut entraîner<sup>4</sup>. Pour citer d'éminents auteurs, « c'est là l'envers du décor : l'existence d'une action de concert peut offrir à ses protagonistes d'importants avantages juridiques susceptibles de favoriser leur éclosion pour des raisons purement circonstancielles »<sup>5</sup>.

Comme l'illustre le présent arrêt, un tel « détournement » de l'action de concert n'est toutefois pas sans soulever certaines difficultés (1), lesquelles vont jusqu'à remettre en cause la légitimité d'un tel critère dans le contexte du retrait obligatoire (2).

#### 1. Le concert de circonstance : véritable « chausse-trape » théorique et pratique

##### A. Vrai ou faux concert ?

Avant de tenter de démêler le « faux » concert du « vrai » concert, il est sans doute intéressant de s'arrêter un instant sur le déroulé des interactions entre l'AMF et les prétendus concertistes, telles que celles-ci ressortent de l'arrêt commenté.

Le présent arrêt met en effet particulièrement en relief l'importance des échanges qui peuvent intervenir de façon informelle entre l'autorité boursière et les parties prenantes. En l'espèce, celles-ci ont ainsi saisi l'AMF avant toute signature de leur pacte pour recueillir son avis sur ce dernier et savoir si oui ou non il caractérisait aux yeux de l'autorité boursière une action de concert.

Dans un premier temps, la réponse de l'autorité boursière aurait été négative, motif tiré du fait que « la politique commune implique une certaine durée et qu'il faudrait déconnecter la mise en concert de la recherche immédiate d'obtention du seuil de 95 % ». L'AMF aurait reconnu toutefois dans le même temps qu'il n'y avait pas de « doctrine convergente sur le sujet et aucun précédent ».

→ Suite page 2

1. On rappellera brièvement que le retrait obligatoire peut être mis en œuvre par le ou les actionnaires majoritaires à l'issue d'une offre publique de retrait (article 237-1 du Règlement général de l'AMF) ou dans les trois mois à l'issue de toute offre publique (article 237-14 dudit règlement).

2. Cette responsabilité n'a pas été retenue par la cour d'appel.

3. Comme cela sera souligné, il convient d'indiquer d'emblée que l'AMF n'était pas partie au litige.

4. V. en particulier, D. Schmidt et N. Rontchevsky, *Action de concert* : Dalloz, n° 189 et s.

5. J.-J. Daigre, D. Bompont et F. Basdevant, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées* : Actes prat. ing. sociétaire 2002, n° 64, dossier 4, p. 13.

Revenant à la charge plus d'une année après s'être vus opposer ce premier refus, les requérants auraient cette fois obtenu gain de cause. L'AMF se serait, en effet, déclarée prête à accepter l'action de concert à la condition que soit respecté un délai de six mois entre la déclaration de concert et le lancement de l'offre publique de retrait, avant finalement de renoncer à tout délai entre la déclaration de l'action de concert et le dépôt de l'offre, lesquels ont eu lieu finalement le même jour...

Le présent arrêt n'apporte toutefois pas d'éléments exhaustifs qui permettraient d'appréhender cette position de l'autorité boursière, ainsi que son évolution, notamment quant à son fondement. Soulignons à cet égard que l'AMF n'était pas partie au litige et que sa position comme son argumentation ne sont connues que via les arguments des parties en cause. On comprend toutefois que c'est sur le fondement du critère de la politique commune, et de sa durée, que l'opposition de l'autorité boursière se serait initialement fondée. Autrement dit, c'est en prenant appui sur la définition même de l'action de concert que l'AMF aurait refusé, au moins dans un premier temps, cette qualification.

Rappelons à ce propos que le critère de la politique commune, constitutif de l'action de concert, est énoncé à l'article L. 233-10 I du Code de commerce, lequel dispose que « sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquiescer, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société ».

Dans un tel cadre, la question sur le plan théorique serait celle de l'exigence ou non d'une durée quant à la politique commune des concertistes. Corrélativement, l'évolution de la position de l'autorité s'expliquerait par l'abandon progressif de cette exigence. En réalité, il nous semble toutefois que ce n'est pas tant sur le fondement de la définition de l'action de concert que les réticences de l'AMF s'expliqueraient en premier lieu.

### B. Un compromis insatisfaisant

En effet, au-delà de la stricte définition de l'action de concert et de son application, le concert de circonstance présente la singularité de comporter une certaine dimension « morale », attachée au caractère quasi abusif du concert invoqué. « Abusif » en effet car ce concert, qui présente sur la forme toutes les caractéristiques d'une action de concert avec la conclusion d'un pacte en bonne et due forme et contenant l'ensemble des stipulations susceptibles de caractériser un concert, n'a en fait d'autre finalité que de bénéficier d'un effet particulier attaché à la reconnaissance de l'action de concert<sup>6</sup>.

Sur ce plan, la situation pourrait être comparée à celle du mariage blanc, vrai mariage mais qui n'a d'autre but que de profiter de certains des effets légaux attachés à cette institution, à commencer par l'acquisition de la nationalité française par le conjoint étranger. Sauf que celle-ci suppose un délai minimum de communauté de vie entre les époux (C.

civ., art. 21-2). Dans ce contexte, le fait que l'AMF impose une durée minimum de « vie commune » aux concertistes avant de pouvoir tirer parti de certains des effets légaux de l'action de concert semblerait un compromis raisonnable, ou « juste » pour rester sur le plan de la morale.

Comparer le concert de complaisance au mariage blanc a toutefois ses limites. En effet, si l'on peut naturellement comprendre que pour des raisons d'ordre public il soit nécessaire d'empêcher l'acquisition de la nationalité par un mariage frauduleux, les impératifs d'ordre public apparaissent moins forts en matière d'action de concert et de retrait obligatoire... Une fois dépassée une certaine gêne de voir un dispositif détourné de sa finalité première, la légitimité d'un tel délai de carence apparaît donc fragile.

On objectera par ailleurs qu'une telle solution ne permet pas de résoudre l'un des principaux écueils de la situation actuelle : celui du décalage constaté entre l'intention réelle des parties et l'information rendue publique à l'occasion de la déclaration du concert. Rappelons à cet égard les faits de l'espèce : à aucun moment la déclaration de concert des parties n'a fait état de leur volonté de sortir l'émetteur de la cote, tandis que ce but était clairement affiché par les protagonistes de l'affaire et partagé avec l'AMF depuis plusieurs mois...<sup>7</sup>

## 2. Quelle porte de sortie ?

### A. Une conception plus souple de la « politique commune » des concertistes pour intégrer la volonté de sortir de la cote

Pour tenter de résoudre cette difficulté au fond et de concilier action de concert et concert de complaisance en matière de retrait obligatoire, il pourrait être en premier lieu soutenu que la volonté commune de certains actionnaires de sortir de la cote une société cotée constitue une « politique commune » au sens de l'article L. 233-10 I du Code de commerce.

Il semble d'ailleurs que cette position avait été défendue par les parties au pacte, lesquelles avaient sollicité l'avis d'un cabinet d'avocats estimant que « la perspective d'aider une société à se retirer de la bourse constitue une politique commune susceptible de fonder une action de concert répondant aux exigences de l'article L. 233-10 I ».

Une telle conception n'est pas sans mérites : elle présenterait en particulier celui de pouvoir concilier la motivation réelle des parties avec l'exigence d'une action de concert et de faire correspondre à la réalité l'information rendue disponible au marché. Elle contient cependant sur le plan théorique une contradiction qui nous semble rédhitoire.

Admettre d'un côté que la volonté de sortir une entreprise de la cote soit un motif suffisant pour caractériser une action de concert tandis qu'une telle sortie par un groupe d'actionnaires majoritaire resterait subordonnée à l'existence d'une action de concert apparaît en effet quelque peu circulaire. Ou alors, autant supprimer tout de go cette exigence d'une action de concert pour mettre en œuvre un tel retrait.

→ Suite page 3

6. On notera cependant que le pacte conclu entre les parties n'est pas totalement artificiel. Les stipulations de celui-ci relatives par exemple à la gouvernance ou à la liquidité peuvent correspondre à de réels accords entre les parties, essentiels dans la perspective d'une sortie de la cote.

7. En pratique le lien entre le concert et le retrait obligatoire peut paraître évident lorsque, comme en l'espèce, les deux événements (déclaration du concert et dépôt de l'offre publique, ici une offre d'achat simplifiée, préalable au retrait obligatoire) interviennent le même jour. On ne peut que regretter cependant qu'aucun lien manifeste ne soit clairement indiqué entre ces opérations dans la documentation publique.

### **B. L'abandon pur et simple de l'exigence d'une action de concert**

À la réflexion, cette dernière solution n'est peut-être pas si extravagante. Dans un tel cadre, aucune action de concert ne serait exigée pour mettre en œuvre le retrait obligatoire : dès lors que des actionnaires représentant plus de 95 % du capital ou des droits de vote s'entendraient sur le principe d'un tel retrait, celui-ci leur serait ouvert, sans qu'il soit besoin de démontrer en sus la caractérisation d'une action de concert<sup>8</sup>.

Une telle perspective n'aurait naturellement de sens que si elle était étendue à l'offre publique, de retrait ou non, précédant la mise en œuvre du retrait obligatoire. Cependant, le fait qu'une conception unitaire doive être retenue pour ces deux opérations ne nous paraît pas remettre en

cause le bien-fondé d'un abandon du critère de l'action de concert. Il nous semble en effet tout à fait concevable qu'un groupe majoritaire s'accorde sur le retrait de la cote, supposant au préalable une offre publique, qui serait en pratique initiée par l'actionnaire prédominant, sans qu'une action de concert ne soit requise. L'abandon de l'exigence d'une action de concert en matière de retrait obligatoire marquerait ainsi un estompement du droit financier, en accord avec la finalité d'une telle procédure, sans signifier son effacement, s'agissant notamment des dispositifs de protection des minoritaires.

*In fine*, le concert de circonstance nous interpelle sur les difficultés liées à l'extension du champ d'application de la notion d'action de concert, notion qui rappelons-le avait pour origine la lutte contre les prises de contrôle rampante. Sur ce plan et au risque de trop filer la métaphore, de même qu'en droit de la famille le mariage n'est pas le seul cadre juridique à une vie commune, le droit financier pourrait lui-aussi prendre en compte une certaine diversité de relations et d'objectifs, et ainsi ne pas fragiliser la notion d'action de concert en cherchant à y inclure des situations difficilement comparables.

---

8. Ce qui ne remettrait naturellement pas en cause la possibilité pour les concertistes représentant plus de 95 % de demander le retrait obligatoire. Parallèlement, l'exigence d'une action de concert en cas de retrait demandé par un actionnaire minoritaire serait maintenue. En effet dans un tel contexte le recours à l'action de concert a pour objectif de protéger l'actionnaire minoritaire contre une répartition artificielle de titres pour ne pas atteindre le seuil de 95 %.