

# Évolutions au sein d'un concert et offre publique obligatoire

## Didier G. Martin

Avocat associé  
Gide Loyrette Nouel

## Antoine Tézenas du Montcel

Avocat associé  
Gide Loyrette Nouel

Quelles incidences peuvent avoir, en matière d'obligation de déposer une offre publique<sup>1</sup>, les évolutions au sein d'un concert détenant plus de 30 % du capital et des droits de vote d'une société cotée, quand bien même le concert lui-même ne franchirait aucun seuil l'obligeant à déposer une offre publique ? Le concert est-il un parapluie à l'abri duquel les concertistes peuvent faire ce que bon leur semble, ou existe-t-il des règles strictes à respecter pour éviter l'offre publique obligatoire ?

L'idée force est qu'il n'y a pas lieu à offre publique tant que le contrôle de la société cotée demeure substantiellement inchangé, malgré les évolutions en son sein<sup>2</sup>.

Pour mener cette analyse, l'autorité boursière a ainsi introduit dans sa réglementation, au fil des réformes touchant aux offres publiques, d'abord en 1992<sup>3</sup>, puis en 1998<sup>4</sup> et enfin en

2002<sup>5</sup>, les concepts de prédominance et de modification significative de l'équilibre du concert qui sont reflétés aujourd'hui à l'article 234-7 du RG/AMF<sup>6</sup>, et qui sont utilisés par l'AMF en dehors de ce cadre.

Nous verrons tout d'abord comment l'autorité boursière apprécie la rupture significative d'équilibre au sein d'un concert (I).

Cependant, en raison de la diversité des situations<sup>7</sup> et des fondements textuels à l'obligation de déposer une offre publi-

- 1 Pour mémoire, il y a lieu à obligation de déposer une offre publique en cas (i) de franchissement du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée (article 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (le « RG/AMF »)) ou (ii) d'accroissement de plus de 2 % en capital ou droits de vote d'une société cotée en moins de 12 mois en cas de détention entre 30 % et la moitié du capital ou des droits de vote (article 234-5 du RG/AMF). Ce seuil d'excès de vitesse d'acquisition pourrait être abaissé de 2 % à 1 % dans le cadre de la loi dite "Florange" actuellement en cours d'examen devant le parlement.
- 2 C. Maison-Blanche : « Les dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique » in *Revue CMF* n° 2, octobre 1997, p. 11 et suivantes, qui présentait les réflexions de l'autorité boursière en matière de dérogation à offre publique et relevait tout particulièrement que « le Conseil des Bourses de Valeurs puis le Conseil des Marchés Financiers se sont donnés pour règle d'apprécier les effets induits de ces évolutions sur le contrôle final de la société concernée, ces effets étant examinés à la lumière des dispositions contenues dans le pacte les unissant ainsi que des circonstances de fait constatés lors de la survenance de ces mouvements ».
- 3 À l'occasion de la réforme du 15 mai 1992, le règlement général du Conseil des Bourses de Valeurs prévoyait, dans un article 5-4-6 h), un cas de dérogation à offre publique obligatoire quand « le franchissement du seuil résulte d'une convention d'action de concert qui a été déclarée au Conseil, dont la publicité a été assurée par la Société des Bourses Françaises et dont les signataires n'ont procédé directement ou indirectement dans l'année précédant cette déclaration à aucune acquisition significative de titres conférant des droits de vote et s'engagent à ne pas modifier significativement pendant deux ans l'équilibre respectif de leurs participations au sein du concert ». L'idée était que si les concertistes pouvaient justifier de la permanence de leur situation, il n'y avait pas de raison de les contraindre à devoir déposer une offre. Ce cas de dérogation a été supprimé lors de la réforme de 1998.
- 4 Cf. article 5-5-5 du règlement général du Conseil des marchés financiers tel que résultant de la réforme du 5 novembre 1998.

5 Cf. article 5-5-3 du règlement général du Conseil des marchés financiers tel que résultant de la réforme du 15 novembre 2002.

6 En janvier 2011, les dispositions de l'article 234-3 2° du RG/AMF qui traitaient des cas de franchissement indirect des seuils déclencheurs d'offre obligatoire par mise en concert, et qui faisaient référence aux notions d'équilibre du concert et de prédominance, ont été en substance reprises à l'article 234-7 du RG/AMF, qui dispose désormais que :

« L'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert :

1° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, la majorité du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci demeurent prédominants ;

2° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, entre 30 % et la moitié du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci conservent une participation plus élevée, et qu'à l'occasion de cette mise en concert ils ne franchissent pas l'un des seuils visés aux articles 234-2 et 234-5.

Lorsque plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, est détenu par une autre société et en constitue un actif essentiel, l'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsqu'un groupe de personnes agissant de concert vient à prendre le contrôle de la société détentrice au sens des textes applicables à cette dernière, à condition que l'une ou plusieurs d'entre elles disposaient déjà de ce contrôle et demeurent prédominantes.

Dans tous les cas susvisés, tant que l'équilibre des participations respectives au sein d'un concert n'est pas significativement modifié par référence à la situation constatée lors de la déclaration initiale, il n'y a pas lieu de déposer un projet d'offre publique ».

7 Dans le cadre de ses réflexions ayant mené à la réforme de 1998, le Conseil des marchés financiers relevait déjà la diversité des situations pouvant conduire à l'évolution d'un concert (cf. article précité en note de bas de page 2) :

« à périmètre constant :

- rééquilibrage des partenaires, les uns se désengageant partiellement au profit de l'un ou de plusieurs de leurs cocontractants ;

- sortie des uns au profit de l'entrée d'un nouvel adhérent au pacte, sans entraîner une modification de la détention globale du concert ;

à géométrie variable, le concert s'élargissant ou au contraire se restreignant sans pour autant que ces mouvements entraînent franchissement de seuils générateurs d'offre obligatoire pour le concert lui-même ; les entrées et les sorties pouvant se conjuguer au surplus avec un rééquilibrage. Autre hypothèse de géométrie variable : les acquisitions et les cessions parallèles, chacun des partenaires achetant ou vendant ses titres selon une proportion qui reflète le poids dans le concert.

Evidemment, plus les membres du concert sont nombreux, plus existent de combinaisons possibles, plus les mouvements sont sophistiqués et plus l'analyse de leurs conséquences est délicate ».

que et à leurs dérogations<sup>8</sup>, on ne peut pas faire l'économie d'une étude des conditions ayant entouré la constitution du concert pour apprécier les conséquences d'une modification significative d'équilibre au sein d'un concert au regard de l'offre publique obligatoire (II) : les solutions diffèrent en effet selon que le concert n'a jamais – y compris lors de sa constitution – bénéficié d'une quelconque dérogation à l'obligation de déposer une offre publique, qu'il s'est constitué dans les conditions de l'article 234-7 du RG/AMF, ou encore qu'il s'est constitué à la faveur d'une opération bénéficiant d'une dérogation à offre publique sur le fondement de l'article 234-9 du RG/AMF.

Nous aborderons ensuite l'incidence de la fin du concert au regard de l'offre publique obligatoire (III), et enfin la solidarité des obligations au sein d'un concert, dans le cadre d'une rupture significative d'équilibre en son sein (IV).

## I. Appréciation de la rupture significative d'équilibre au sein d'un concert

Différents types d'événements peuvent survenir au sein d'un concert (alors même que le concert ne franchirait pas de seuil entraînant le dépôt d'une offre publique), dont il faut se demander s'ils constituent une rupture significative d'équilibre susceptible d'imposer le dépôt d'une offre publique, et notamment : le renforcement d'une prédominance (2.), l'affaiblissement d'une prédominance (3.), la perte, l'inversion ou l'acquisition d'une prédominance (4.), la substitution d'une partie non prédominante (5.), ou la rupture d'une détention paritaire (6.). Ceci conduit en premier lieu à s'arrêter sur l'appréciation faite par l'autorité boursière de la notion de prédominance (1.).

### 1. Appréciation de la notion de prédominance par l'autorité boursière

La prédominance caractérise un état de prééminence, de supériorité ou encore l'influence prépondérante d'une partie sur une ou plusieurs autres.

Si l'autorité boursière – pour rechercher la prédominance d'une partie sur une ou plusieurs autres au sein d'une action de concert ou le maintien de cette prédominance – retient en premier lieu généralement le niveau des participations respectives détenues par les concertistes en capital et en droits de vote dans la société concernée, elle étend son analyse « à des éléments extérieurs à la simple pesée des participations respectives des concertistes »<sup>9</sup>.

Selon l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), « la situation de prédominance est caractérisée tant par le niveau de participation des concertistes que par les dispositions statutaires, extra-statutaires ou autres qui ne doivent pas remettre en cause cette prédominance arithmétique. L'idée sous-jacente est que l'investisseur qui, à l'origine, a acquis des titres d'une

société dont le contrôle de droit était exercé par un actionnaire demeure au capital d'une société dont le contrôle est exercé par un concert au sein duquel ledit actionnaire est resté prédominant, arithmétiquement et juridiquement »<sup>10</sup>.

Récemment, l'autorité boursière a ainsi considéré, s'agissant de la mise en concert de la société Sofina avec les fondateurs de la société cotée GL Events, qu'« aux termes de l'ensemble des opérations prévues et des accords conclus, les fondateurs, d'ores et déjà détenteurs de la majorité des droits de vote de GL EVENTS, demeureront prédominants au sein du concert élargi formé avec la société Sofina ; que cette prédominance s'entendait tant quantitativement en termes de pourcentages de détention que contractuellement » et, partant, décidé qu'il n'y avait pas lieu au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique sur le fondement de l'article 234-7 1° du RG/AMF<sup>11</sup>.

L'autorité boursière procède par conséquent, quand ils existent, à une analyse des accords contractuels régissant les droits et obligations des parties à une action de concert pour relever des éléments faisant ressortir l'existence ou non de la prédominance d'une partie sur une autre. Les clauses de ces accords sont ainsi examinées « afin de déterminer si elles entraînent ou non des changements significatifs dans l'exercice de la gestion ou de la gouvernance de la société remettant en cause la position dominante de l'actionnaire de contrôle initial dans le cadre du concert nouvellement noué »<sup>12</sup>.

Dans certaines situations où la « prédominance arithmétique » ferait défaut à une partie, la « prédominance juridique » devrait néanmoins pouvoir suffire à caractériser la prédominance de cette partie. En effet, on peut penser que, même si une autre partie vient à détenir, immédiatement ou à terme, une participation arithmétique supérieure à la sienne, la situation de prédominance de la première partie sera toutefois reconnue dès lors que les accords contractuels conclus avec l'autre partie permettent de neutraliser cette inversion de « prédominance arithmétique »<sup>13</sup>.

L'autorité boursière a par exemple retenu comme éléments participant à caractériser la prédominance d'une partie :

– l'existence d'une convention de vote au bénéfice d'une partie<sup>14</sup> ;

10 Rapport annuel 2009 de l'AMF, p. 145.

11 Décision AMF 212C1383 du 19 octobre 2012.

12 Rapport annuel 2009 de l'AMF, p. 145.

13 L'autorité boursière a ainsi considéré en 2003 (décision CMF 203C0592 du 17 avril 2003), à l'occasion d'une opération modifiant la structure de détention du groupe Badinter dans Publicis que, alors que la participation en capital d'Élisabeth Badinter était devenue inférieure à celle de la société Dentsu, « la prédominance de Madame Élisabeth Badinter au sein du concert sera préservée, à la fois en raison d'une participation en droits de vote de Publicis demeurant supérieure à celle de Dentsu, et par l'application des accords en date du 7 mars 2002 entre les deux actionnaires prévoyant un engagement de Dentsu de ne pas dépasser jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 2012, le seuil de 15 % des droits de vote de Publicis ainsi que la prépondérance assurée de Madame Élisabeth Badinter en termes de choix des équipes de direction et de prise des principales décisions stratégiques de l'entreprise ».

14 Dans une décision Mines de la Lucette de 2002 (décision CMF 202C1421 du 25 octobre 2002), l'autorité boursière a ainsi relevé que la société Zukunft Anlagen était prédominante sur les deux autres parties à ce concert, les sociétés Tschingel et Saint Paul, « non seulement au regard du montant de sa participation mais également en vertu de la clause de convention de vote ». Cette convention de vote prévoyait que préalablement à toute assemblée de la société Mines de la Lucette, les parties au concert devaient se réunir afin d'arrêter une position commune sur chacune des résolutions soumises à leur vote. En cas de désaccord entre les parties sur

8 Dérogations fondées sur une opération spécifique (notamment article 234-9 2°, 3° et 4° du RG/AMF), dérogations fondées sur la permanence du contrôle (notamment article 234-9 6° et 7° du RG/AMF) et mise en concert sans changement significatif sur le contrôle (article 234-7 du RG/AMF).

9 A. Viandier : « OPA OPE et autres offres publiques », Éditions Francis Lefebvre, 4<sup>e</sup> édition, n° 1599.

- l'engagement pris par une partie au concert de plafonner ses droits de vote et la faculté pour une autre partie de choisir les équipes de direction et de prendre les principales décisions stratégiques de l'entreprise<sup>15</sup> ;
- la possibilité pour une partie de continuer, alors que l'autre partie bénéficie de certains droits de veto, à assurer la gestion courante et à procéder aux opérations d'investissement et, en cas de divergences sur des points importants avec l'autre partie, de faire valoir son point de vue, sous réserve de permettre, le cas échéant, à l'autre partie de liquider son investissement<sup>16</sup>.

À l'inverse, l'AMF précise que « *les clauses s'analysant comme des dispositifs destinés à protéger l'investissement du nouvel entrant n'ont pas vocation à être considérées comme altérant la prédominance de l'actionnaire historique* ».

Il en est ainsi notamment « *des clauses fixant une représentation minimale (et minoritaire) au sein des organes sociaux, organisant une majorité qualifiée au sein desdits organes pour certaines décisions importantes (et donnant de fait un pouvoir de veto au concertiste entrant), octroyant à l'investisseur entrant un droit de consultation renforcé lui permettant d'intervenir dans l'établissement du plan d'affaires ou encore organisant une concertation sur des projets significatifs, des investissements supérieurs à certains montants, ou l'émission de titres nouveaux, pour autant que de telles clauses ne reviennent pas à instaurer dans les faits un pouvoir de gestion conjoint* »<sup>17</sup>.

Dans son rapport annuel 2012, l'AMF a à cet égard précisé que « *lorsque les accords prévoient la possibilité, pour le nouveau participant, notamment de s'opposer soit à la nomination d'un dirigeant, soit à l'adoption d'un budget, à la politique financière de la société (endettement, distribution), à l'acquisition ou la cession des actifs, sans que lesdits accords fassent référence à des seuils significatifs tenant compte, le cas échéant, de la nature et de la situation de la société concernée* », elle considère alors que « *la situation de prédominance de l'actionnaire historique n'est plus assurée* ». En pareille situation, les conditions pour constater qu'il n'y a pas lieu au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique ne sont plus réunies car « *les accords tendent dans les faits à octroyer au nouveau concertiste le pouvoir d'intervenir directement dans la gestion de la société*

.....  
le vote d'une résolution, Saint Paul et Tschingel s'étaient engagées à voter lors de l'assemblée amenée à statuer sur cette résolution dans le même sens que Zukunft Anlagen et à lui donner tous pouvoirs pour mettre en œuvre cet engagement.

15 Voir la note de bas de page 13 ci-avant.

16 Dans une décision Maisons France Confort de 2008 (décision AMF 208C0189 du 28 janvier 2008), pour constater le maintien de la prédominance du groupe familial Vandromme au sein du concert formé entre lui et la CNCE, l'AMF avait relevé, outre la détention majoritaire en capital et en droits de vote de la famille Vandromme dans la holding de contrôle de la société Maisons France Confort, que, d'une part, les droits de veto bénéficiant à la CNCE (portant notamment sur le vote et la modification du « *business plan* » à trois ans et du budget) n'empêcheraient pas le président de la holding de contrôle de Maisons France Confort et le président-directeur général de Maisons France Confort, qui est un membre de la famille Vandromme, « *de continuer à assurer la gestion courante de ces sociétés et de procéder aux opérations d'investissement (croissance externe ou autres), dans le respect des seuils d'investissement stipulés dans le pacte* » et, d'autre part, « *en cas de divergences sur des points importants (modifications de l'activité ou statutaires des sociétés du groupe, évolution des participations dans MFC, vote et modification du business plan ou du budget...), la famille Vandromme disposera de la possibilité de faire valoir son point de vue, sous réserve de permettre, le cas échéant, à GCE FC de liquider son investissement* ».

17 Rapport annuel 2009 de l'AMF, p. 145.

*et non à lui permettre uniquement d'assurer la protection de l'investissement réalisé* »<sup>18</sup>.

Reste qu'en pratique l'appréciation de la prédominance au sein d'une action de concert n'est pas une chose aisée, cette notion n'ayant encore que peu été précisée par la jurisprudence.

Cette difficulté d'appréciation a d'ailleurs été particulièrement mise en lumière dans le dossier Carrefour/Hyparolo en 2005. Dans cette affaire, la cour d'appel de Paris a annulé une décision par laquelle l'AMF avait retenu le maintien de la prédominance de la famille Arlaud au sein d'une holding commune avec Carrefour pour constater, sur le fondement des articles 234-7 et 234-3 du RG/AMF de l'époque, qu'il n'y avait pas matière à déposer une offre publique sur la société Hyparolo. La cour avait alors considéré que les réorganisations intervenues entre Carrefour et la famille Arlaud au niveau de la holding de contrôle d'Hyparolo obligeaient en fait la famille Arlaud à s'accorder avec Carrefour sur le sens du vote de la holding lors des assemblées d'Hyparolo et, en conséquence, donnaient à Carrefour un pouvoir de co-décision, exclusif d'un maintien de la prédominance par la famille Arlaud sur Hyparolo<sup>19</sup>.

## 2. Renforcement d'une prédominance

Le renforcement de la prédominance d'un concertiste ne modifie pas en substance le contrôle et ne constitue pas pour l'autorité boursière une rupture significative d'équilibre au sein d'un concert.

L'AMF a ainsi relevé à l'occasion d'une dérogation à offre publique rendue sur le fondement des articles 234-7 et 234-9 6° du RG/AMF concernant la société Actia Group que « *l'accroissement de la participation de LP2C dans le capital d'ACTIA GROUP a comme conséquence le renforcement de la prédominance de LP2C au sein du concert contrôlant ACTIA GROUP, ce qui ne modifie pas la physionomie dudit concert* »<sup>20</sup>.

## 3. Affaiblissement d'une prédominance

L'affaiblissement de la partie prédominante d'un concert, dès lors qu'il n'aboutit pas à une perte ou une inversion de la prédominance (voir section I. 4. ci-après), ne s'analyse pas non plus en une rupture significative d'équilibre au sein d'un concert.

L'autorité boursière a ainsi par exemple considéré qu'il n'y avait pas matière à dépôt d'une offre publique à la suite de la réorganisation du contrôle de la holding de contrôle de la société cotée Maisons France Confort, car la famille Vandromme (prédominante), bien qu'ayant réduit sa participa-

18 Rapport annuel 2012 de l'AMF, p. 100.

19 Décision AMF 205C0262 du 16 février 2005 et CA Paris, 13 septembre 2005, Bull. Joly Sociétés 2005, p. 1380.

20 Décision AMF 208C2001 du 5 novembre 2008. Pour d'autres exemples de renforcement de la prédominance d'un concertiste, voir les décisions AMF 210C0286 du 29 mars 2010 concernant Telecom Réseaux Services, 208C1672 du 15 septembre 2008 et 209C0534 du 15 avril 2009 concernant Nextradiotv, 208C0048 du 9 janvier 2008 concernant Linedata Services.

tion de 85 % à 51 %, conservait notamment la majorité du capital et des droits de vote de la holding<sup>21</sup>.

#### 4. Perte, inversion ou acquisition d'une prédominance

À l'inverse, la modification dans l'équilibre au sein d'un concert consistant, pour une partie jusqu'alors prédominante, à cesser d'avoir cette qualité, constitue à l'évidence une rupture significative de cet équilibre, que cela se fasse au profit d'un autre membre du concert qui acquiert la prédominance, d'un tiers venant se substituer à la partie prédominante ou sans que personne ne devienne prédominant à cette occasion.

À l'occasion de l'affaire Carrefour/Hyparho, la cour d'appel de Paris a ainsi considéré que le pouvoir de co-décision conféré par la famille Arlaud à Carrefour aux termes des nouveaux accords était exclusif d'un maintien de la prédominance par la famille Arlaud sur Hyparho et, partant, constituait une modification significative de l'équilibre du concert noué initialement entre les parties<sup>22</sup>.

On doit logiquement traiter de la même manière l'acquisition d'une prédominance par une partie au sein d'un concert où aucune partie ne l'avait.

#### 5. Substitution d'une partie non prédominante

La substitution pure et simple d'une partie non prédominante à un concert par une autre partie non prédominante ne caractérise pas non plus pour l'autorité boursière une rupture d'équilibre significative.

C'est par exemple ce qu'a considéré l'autorité boursière dans le dossier Maisons France Confort précité où la CNCE s'était substituée à des fonds gérés par Siparex et par Crédit Agricole Private Equity au sein d'un concert où la famille Vandromme demeurait prédominante<sup>23</sup>.

De même, à l'occasion – fin 2008 – de la substitution de Dassault Aviation à Alcatel-Lucent dans le cadre du concert formé avec le secteur public relatif à la société cotée Thales, l'AMF a examiné l'évolution prévue du concert par rapport à la situation qui prévalait depuis décembre 2006. Elle a ainsi constaté – le secteur public, alors prédominant au sein du concert formé avec Alcatel-Lucent qui détenait la majorité des droits de vote de Thales, demeurant prédominant au sein du nouveau concert formé avec Dassault Aviation, lequel détiendrait aussi la majorité des droits de vote de la société Thales – qu'il n'y avait pas lieu au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique<sup>24</sup>. Cette conclusion a notamment reposé – nous indique l'AMF dans son Rapport annuel 2008<sup>25</sup> – sur « une appréciation approfondie de l'équilibre entre le secteur public et Dassault Aviation, à la fois en termes de participations relatives en capital et en droits de vote, de représentation au conseil d'administration de Thales, et de modalités de gouvernance définies par le dispositif contractuel prévu

entre les parties ». L'approche de l'AMF a ainsi consisté « à comparer une situation de départ caractérisée par un concert majoritaire dans lequel le secteur public était prépondérant, avec une situation d'arrivée caractérisée par un nouveau concert majoritaire dans lequel il convenait de vérifier que ce même secteur public demeurait prépondérant ».

Un raisonnement analogue a été suivi en 2012 par l'AMF concernant la substitution du FSI à Areva au sein du concert formé avec la famille Duval relativement à la société cotée Eramet<sup>26</sup>.

#### 6. Rupture d'équilibre d'une détention paritaire

Par ailleurs, le point de savoir si la rupture d'une détention paritaire – où, par construction aucune partie n'est prédominante – constitue pour l'AMF une rupture significative d'équilibre au sein d'un concert est plus difficile à déterminer.

La position prise par l'AMF en avril 2010 concernant l'évolution du concert entre les groupes Wendel et KKR vis-à-vis de la société Legrand éclaire sur son appréciation de cette situation.

Dans cette affaire, à la suite de la cession à un tiers par le groupe KKR le 30 mars 2010 d'une partie de sa participation dans Legrand ayant conduit à la fin de la détention « paritaire » en capital et en droits de vote des groupes Wendel et KKR qui existait depuis l'introduction en bourse en 2006 de Legrand (les groupes Wendel et KKR détenant ainsi à la suite de cette cession respectivement 24,92 % et 20,55 % du capital et 33,29 % et 27,45 % des droits de vote), l'AMF a considéré que « cette opération n'a pas significativement modifié l'équilibre des participations respectives au sein du concert au sens de l'article 234-7 du règlement général de l'AMF par rapport à la situation initiale, étant précisé que le pacte d'actionnaires conclu entre les parties le 21 mars 2006 demeure inchangé »<sup>27</sup>. Pour être complet, on relèvera toutefois que cette constatation faisait suite à une décision de dérogation octroyée en avril 2008<sup>28</sup> par l'AMF au bénéfice des concertistes où, pour justifier de l'absence de modification significative de l'équilibre des participations respectives au sein du concert, cette dernière avait précisé alors insisté sur l'importance de la détention paritaire en relevant que celle-ci « au sein du concert ne sera affectée que durant une courte période » d'un mois.

Il ressort donc de cette décision qu'au-delà du strict équilibre des participations, l'AMF semble tenir compte d'éléments

21 Voir note de bas de page 16 ci-avant.

22 Voir section I ci-avant.

23 Voir note de bas de page 16 ci-avant.

24 Décision AMF 208C2115 du 27 novembre 2008.

25 Voir Rapport annuel 2008 de l'AMF, p. 126.

26 Décision AMF 212C0486 du 12 avril 2012. Relevons que :

- s'agissant de Thales, le secteur public (prédominant) qui – avant la substitution – détenait entre le tiers et la moitié des droits de vote de Thales avait accru individuellement sa participation de plus de 2 % en droits de vote à l'occasion de la substitution à raison de la perte de droits de vote double détenus jusqu'alors par Alcatel-Lucent ; et

- s'agissant d'Eramet, la famille Duval (prédominante), qui – avant la substitution – détenait entre 30 % et la moitié des droits de vote d'Eramet aurait pu accroître individuellement sa participation de plus de 2 % en droits de vote à l'occasion de la substitution à raison de la perte de droits de vote double détenus par Areva ; néanmoins, une telle augmentation n'a pas eu lieu compte tenu de ce que « les sociétés Sorame et Ceir [famille Duval] se sont engagées vis-à-vis du FSI à convertir au porteur le nombre requis d'actions ERAMET afin que la participation actuelle du sous-concert Sorame-Ceir ne soit pas reluée de plus de 2 % en conséquence de la perte des droits de vote double attachés aux actions ERAMET cédées au FSI ».

27 Information AMF 210C0295 du 1<sup>er</sup> avril 2010.

28 Décision AMF 208C0715 du 16 avril 2008.

contractuels organisant au sein d'un pacte un rapport de force qu'une variation des participations ne vient pas nécessairement bouleverser. Au cas particulier, l'AMF semble donc avoir privilégié l'approche « juridique » sur l'approche « arithmétique » (voir section I. 1. ci-avant).

## II. Conséquences d'une rupture significative d'équilibre au sein d'un concert en fonction des conditions de constitution du concert

Trois cas de situations de concert peuvent se présenter, dont les modifications d'équilibre – alors même que le concert ne franchirait pas de seuil entraînant le dépôt d'une offre publique – devront être étudiées au vu des principes rappelés ci-avant : l'existence d'un concert n'ayant jamais fait l'objet d'une quelconque dérogation à l'obligation de déposer une offre publique<sup>29</sup> (1.), l'existence d'un concert né dans les conditions de l'article 234-7 du RG/AMF (2.), et l'existence d'un concert né à l'occasion d'une opération ayant donné lieu à une dérogation à offre publique sur le fondement de l'article 234-9 du RG/AMF (3.).

### 1. Évolution au sein d'un concert n'ayant jamais fait l'objet d'une quelconque dérogation à l'obligation de déposer une offre publique

Faute de toute base textuelle, une évolution au sein d'un concert (sans franchissement de seuil par le concert) existant depuis l'introduction en bourse d'une société (et n'ayant jamais fait l'objet d'une quelconque dérogation à l'obligation de déposer une offre publique), quand bien même elle traduirait une modification significative de l'équilibre au sein du concert, ne devrait *a priori* pas être susceptible – en soi – de donner lieu à offre publique tant qu'aucune partie au concert ne franchit individuellement un seuil déclenchant une telle obligation.

Par exemple, aucune obligation de déposer une offre publique sur une société cotée C ne devrait normalement peser sur un concert constitué – depuis l'introduction en bourse de la société C – d'un actionnaire A et d'un actionnaire B (détenant respectivement 35 % et 12 % de la société C) en cas d'évolution du concert par suite de la cession par A à B de 17 % de la société C, aboutissant *in fine* à ce que A détienne 18 % de la société C (contre 35 % initialement) et B détienne 29 % de la société C (contre 12 % initialement).

Mais il convient également d'étudier, pour les concerts n'ayant jamais fait l'objet d'une quelconque dérogation à l'obligation de déposer une offre publique, comment – lorsqu'une partie vient à franchir un seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire – l'autorité boursière tient compte pour l'octroi de sa dérogation de la modification significative de l'équilibre du concert (par exemple, dans l'hypothèse où la cession porterait sur 19 % – et non 17 % –, faisant ainsi franchir à l'actionnaire B le seuil de 30 % dans la société C).

29 Le cas d'un concert ayant déjà procédé à une offre publique nous paraît devoir être apprécié de la même manière qu'un concert existant au jour de l'introduction en bourse.

Rappelons qu'il existe fondamentalement deux types de dérogations : celles liées à des opérations d'une nature particulière qu'il est apparu légitime, dans certaines conditions, pour ne pas les pénaliser, de soustraire à l'obligation de déposer une offre publique (notamment augmentation du capital d'une société cotée en situation avérée de difficulté financière ou augmentation du capital d'une société cotée pour rémunérer un apport soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires de la société cotée<sup>30</sup>), et celles liées à des opérations qui ne reflètent pas une réelle modification du contrôle de la société cotée (notamment détention préalable du contrôle majoritaire ou opération de reclassement<sup>31</sup>)<sup>32</sup>.

Les dérogations fondées sur une opération spécifique sont octroyées au regard de la nature de l'opération, et non de la détention antérieure du capital et des droits de vote par la personne qui en demande le bénéfice. Leur octroi n'est donc pas subordonné à la préservation antérieurement d'un certain équilibre au sein d'un concert. La question de la modification de l'équilibre au sein d'un concert depuis la situation d'origine ne se pose donc pas.

Les autres dérogations ne pourront être obtenues que si le franchissement du seuil ne traduit ou ne révèle pas de réelle modification du contrôle de la société cotée (1.1.) ou si l'évolution au sein du concert avait été annoncée au moment de l'introduction en bourse (1.2.).

### 1.1. Dérogation fondée sur la permanence du contrôle

#### 1.1.1. Dérogation fondée sur l'existence d'un contrôle majoritaire préalable (article 234-9 6° du RG/AMF)

Si le concert détient antérieurement plus de 50 % des droits de vote, la partie du concert qui franchit un seuil déclenchant une offre publique pourra bénéficier de la dérogation prévue à l'article 234-9 6° du RG/AMF<sup>33</sup>.

Mais, pour l'octroi d'une dérogation sur ce fondement précis, l'AMF apporte une attention toute particulière à ce que le franchissement du seuil ou les acquisitions antérieures ne traduisent pas une rupture significative de l'équilibre initial du concert, ou une violation des déclarations d'intention exprimées lors de l'introduction en bourse.

L'autorité boursière a par exemple considéré en février 2009 que le concert existant préalablement à l'introduction en

30 Alinéa 2°, 3° et 4° de l'article 234-9 du RG/AMF.

31 Alinéa 6° et 7° de l'article 234-9 du RG/AMF.

32 Il existe également deux autres typologies de dérogations, moins utilisées, fondées sur :

- le caractère involontaire du franchissement de seuil déclencheur de l'offre obligatoire : transmission à titre gratuit ou distribution d'actifs (article 234-9 1° du RG/AMF) et réduction du nombre de titres ou de droits de vote (article 234-9 5° du RG/AMF) ; et

- l'acquisition du contrôle, l'apport ou l'absorption d'une société détenant plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée, cette participation dans la société cotée ne constituant pas un actif essentiel de la société dont le contrôle est acquis, apportée ou absorbée (articles 234-9 8° et 9° du RG/AMF).

33 L'article 234-9 du RG/AMF prévoit que « les cas dans lesquels l'AMF peut accorder une dérogation sont les suivants : (...) 6° Détention de la majorité des droits de vote de la société par le demandeur ou par un tiers, agissant seul ou de concert ».

bourse en octobre 1996<sup>34</sup> de la société LVL Médical Groupe entre le groupe familial Lavorel (qui en particulier avait accru début 2009 sa participation en capital dans cette société de plus de 2 % en moins de 12 mois, alors qu'il détenait une participation comprise entre le tiers et la moitié du capital) et le groupe familial Haby « *détient préalablement aux opérations réalisées ou prévues, la majorité des droits de vote de la société LVL MEDICAL GROUPE et que l'équilibre dudit concert n'a pas été et ne sera pas modifié compte tenu des opérations précitées, l'Autorité des marchés financiers a octroyé la dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre sur le fondement des articles 234-8, 234-9 6° et 234-10 du règlement général* »<sup>35</sup>.

Dans sa décision d'octroi de dérogation rendue sur le fondement des articles 234-7, 234-8, 234-9 6° et 234-10 du RG/AMF au profit des actionnaires de contrôle de la société Legrand, à savoir les groupes Wendel et KKR (agissant de concert depuis l'introduction en bourse de la société<sup>36</sup>), dans le cadre d'un franchissement du seuil du tiers des droits de vote par l'un puis l'autre de ces actionnaires à la suite d'une acquisition de droits de vote double décalée dans le temps, l'AMF a relevé que « *la détention « paritaire » au sein du concert ne sera affectée que durant une courte période, qui court jusqu'au 12 mai 2008, correspondant au décalage dans l'inscription des titres au nominatif par les membres du concert et que la prochaine assemblée générale des actionnaires se tiendra le 22 mai 2008, ce qui caractérise in fine la situation visée au dernier alinéa de l'article 234-7 du règlement général (absence de modification significative de l'équilibre des participations respectives au sein du concert)* »<sup>37</sup>.

On s'étonnera toutefois, dans cette décision, du visa de l'article 234-7 du RG/AMF, qui ne trouve pas à s'appliquer en l'espèce, le concert étant préalable ou concomitant à l'introduction en bourse de Legrand, et l'article 234-7 concernant la constitution de concert au sein de sociétés déjà cotées. On peut penser que, par ce visa, l'AMF cherche à justifier qu'elle apprécie, pour donner sa dérogation, le maintien ou non de l'équilibre du concert, comme elle le ferait sur le fondement de l'article 234-7, et qu'elle vise à régir les évolutions futures du concert en les soumettant à cet article (voir section II. 3. ci-après)<sup>38</sup>.

Rappelons que l'octroi d'une dérogation par l'AMF n'est pas de droit, ce qui est clairement exprimé au premier alinéa de l'article 234-8 du RG/AMF : « *l'AMF peut accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique si la ou les personnes concernées justifient auprès d'elle remplir*

*l'une des conditions énumérées à l'article 234-9* ». Dès lors, les cas de dérogations énumérés à l'article 234-9 du RG/AMF ne sont pas automatiques, l'AMF pouvant ainsi apprécier au vu des caractéristiques de l'espèce s'il y a lieu de ne pas accorder la dérogation. Quant aux modalités d'appréciation de l'AMF, le second alinéa de l'article 234-8 du RG/AMF précise que l'AMF se prononce notamment après avoir examiné « *les circonstances dans lesquelles le ou les seuils ont été ou seront franchis, la répartition du capital et des droits de vote* ». Il y a donc une certaine logique à ce que l'AMF subordonne l'octroi de sa dérogation à l'absence de rupture d'équilibre du concert, sans laquelle ce ne serait pas réellement le même contrôle que celui qui prévalait initialement.

### 1.1.2. Dérogation fondée sur les autres cas de permanence du contrôle

En ce qui concerne les franchissements de seuil résultant d'un reclassement intra-groupe (article 234-9 7° du RG/AMF<sup>39</sup>), l'AMF constate, dans certaines décisions accordées sur ce fondement, l'absence de modification de l'équilibre au sein du concert, et semble donc subordonner l'octroi d'une dérogation à cette constatation.

C'est ainsi que l'AMF, dans la perspective du franchissement du seuil du tiers par la société News Participations contrôlée par Alain Weill en cas de réalisation de l'apport d'actions de la société cotée Nextradiotv par la société WMC également contrôlée par ce dernier, a relevé que le concert constitué entre Alain Weill et la société Alpha Radio B.V. existant depuis l'introduction en bourse de la société Nextradiotv<sup>40</sup> « *détient, au préalable, la majorité des droits de vote de la société NEXTRADIOTV, que l'équilibre du concert ne sera pas modifié à l'issue des opérations prévues et que celles-ci peuvent s'analyser comme un reclassement entre personnes appartenant à un même groupe sans incidence sur le contrôle de la société NEXTRADIOTV* »<sup>41</sup>, et a accordé la dérogation demandée par WMC et News Participations sur le fondement des articles 234-9 6°, 234-9 7° et 234-10 du RG/AMF.

À l'instar des dérogations accordées sur le fondement de l'article 234-9 6° du RG/AMF, l'AMF vérifie donc – avant l'octroi d'une dérogation sur le fondement de l'article 234-9 7° du RG/AMF laquelle trouve sa justification dans une permanence du contrôle de la société cotée – l'absence de modification de l'équilibre au sein du concert.

### 1.2. Exception fondée sur l'annonce, au moment de l'introduction en bourse, de la modification future de l'équilibre du concert

Un changement d'équilibre au sein d'un concert peut ne pas contraindre au dépôt d'une offre publique s'il a été annoncé au moment de l'introduction en bourse.

C'est la position qu'avait retenue l'autorité boursière en 2000 concernant la société SYS-COM<sup>42</sup> où un pacte concertant conclu préalablement à l'introduction en bourse de la société

34 Cf. p. 11 et p. 18 du document de référence 1998 de LVL Médical Groupe enregistré par le COB le 17 mars 1999 sous le numéro R. 99-045.

35 Décision AMF 209C0180 du 4 février 2009.

36 Cf. section 11.6 de la note d'opération relative à l'admission des actions Legrand sur le marché Euronext (visa AMF 06-082 du 22 mars 2006).

37 Décision AMF 208C0715 du 16 avril 2008.

38 À noter que c'est également sur le fondement de ce seul article 234-7 du RG/AMF (anciennement article 5-5-5 du règlement général du Conseil des marchés financiers) que l'autorité boursière – fin 2000/début 2001 – a conclu qu'il n'y avait pas matière à offre publique sur CNP Assurances à raison des opérations de réaménagement des participations détenues par les quatre actionnaires détenant de concert la majorité du capital et des droits de vote de cette société depuis l'introduction en bourse de cette dernière en octobre 1998, alors qu'il aurait été plus exact – à notre sens – de solliciter une dérogation sur le fondement de l'article 234-9 6° du RG/AMF (à l'époque, article 5-5-7 f) du règlement général du Conseil des marchés financiers) (voir décision CMF 200C1736 du 24 novembre 2000 et décision CMF 201C0101 du 24 janvier 2001).

39 « *Opération de reclassement, ou s'analysant comme un reclassement, entre sociétés ou personnes appartenant à un même groupe* ».

40 Cf. section 11.2.2 de la note d'opération relative à l'admission des actions Nextradiotv sur le marché Euronext (visa AMF 05-689 du 26 septembre 2005).

41 Décision AMF 206C1520 du 25 juillet 2006.

42 Décision CMF 200C0451 du 21 mars 2000. Voir également plus récem-

par certains actionnaires permettait à l'une des parties au pacte d'augmenter progressivement sa part au sein du concert avec vocation à en devenir le participant essentiel. À l'occasion de la transmission de ce pacte au Conseil des marchés financiers, ce dernier a considéré que « *cette faculté de transmission programmée entre les parties en 1998 constitue une donnée préalable à l'introduction de la société SYS-COM sur le second marché et de ce fait, un élément connu de tout investisseur candidat à l'entrée au capital de cette société* » et, partant, que « *le changement d'équilibre au sein du concert qui interviendrait par la mise en jeu des clauses du pacte, ne constituerait pas le fait générateur d'une offre publique obligatoire tel que prévu par les articles 5-5-1 et suivants de son Règlement général* ».

Relevons toutefois que l'autorité boursière ne se prononce désormais plus à l'avance – lors de la transmission d'une convention visée à l'article 233-11 du code de commerce<sup>43</sup> ou dans ses dérogations – sur les conditions dans lesquelles elle considère que l'équilibre futur du concert sera maintenu. Elle se réserve d'apprécier au cas par cas, en fonction des circonstances et au moment où la question se pose, si les parties ont respecté l'équilibre ou les déclarations faites.

Notons par ailleurs qu'il peut en être de même en cas d'annonce de la modification future de l'équilibre au sein d'un concert à l'occasion d'une offre publique<sup>44</sup>.

## 2. Évolution au sein d'un concert ayant bénéficié d'une exception sur le fondement de l'article 234-7 du RG/AMF

La conclusion d'une action de concert alors que la société est déjà cotée peut entraîner l'obligation pour les parties au concert de déposer un projet d'offre publique, si – de concert – elles franchissent un seuil de déclenchement d'offre publique.

Toutefois, aux termes de l'article 234-7 du RG/AMF, il leur est possible de demander à l'AMF de constater qu'il n'y a pas lieu à offre publique lorsqu'un seuil de déclenchement est franchi par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert « *avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, la majorité du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci demeurent prédominants* » ou « *avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, entre 30 % et la moitié du capital ou des droits de vote de la société à condition que*

ment la décision AMF 210C0288 du 30 mars 2010 concernant la société Le Public Système.

43 Cet article dispose en particulier que : « *Toute clause d'une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la société qui a émis ces actions doit être transmise dans un délai de cinq jours de bourse à compter de la signature de la convention ou de l'avenant introduisant la clause concernée, à la société et à l'Autorité des marchés financiers. À défaut de transmission, les effets de cette clause sont suspendus, et les parties déliées de leurs engagements, en période d'offre publique* ».

44 Décision AMF 206C1856 du 4 octobre 2006 relative à la société IPBM où l'AMF avait relevé notamment que « *la modification significative des participations respectives des membres du concert, Sophia GE devenant prédominante au sein dudit concert, résulte d'accords conclus entre IDI et Sophia GE et d'intentions portés à la connaissance du public par cette dernière, notamment lors de la mise en œuvre de l'offre publique de retrait, à laquelle les actionnaires minoritaires d'IPBM ont pu participer sans réduction et en connaissance de cause* ».

*ceux-ci conservent une participation plus élevée, et qu'à l'occasion de cette mise en concert ils ne franchissent pas l'un des seuils* » de déclenchement de l'offre obligatoire<sup>45</sup>.

Ce même article précise *in fine* que « *dans tous les cas susvisés, tant que l'équilibre des participations respectives au sein d'un concert n'est pas significativement modifié par référence à la situation constatée lors de la déclaration initiale, il n'y a pas lieu à offre publique* ».

Non seulement l'AMF apprécie au moment de la constitution du concert la situation respective des parties pour confirmer qu'il n'y a pas lieu à offre publique, mais elle se réserve d'imposer postérieurement une offre publique du simple fait de la modification significative de l'équilibre au sein du concert, sans qu'il soit nécessaire qu'une partie franchisse un seuil déclenchant une offre publique obligatoire.

Dans ces décisions, l'AMF demande d'ailleurs généralement aux parties de la tenir informée de toute évolution non seulement de leurs participations respectives au sein du concert mais aussi souvent, alors que cela n'est pas visé expressément par l'article 234-7 du RG/AMF, des accords conclus entre elles<sup>46</sup>.

Les décisions rendues par l'AMF sont nombreuses accordant le bénéfice de cette exemption en considération du maintien d'une prédominance, et le confirmant lors des évolutions ultérieures<sup>47</sup>. Les cas où une rupture a été constatée sont plus rares, le plus connu étant l'affaire Hyparlo.

## 3. Évolution au sein d'un concert ayant bénéficié d'une dérogation sur le fondement de l'article 234-9 du RG/AMF

On a vu que l'AMF tient compte de l'évolution de l'équilibre au sein d'un concert antérieur à l'octroi d'une dérogation lorsque celle-ci se fonde sur la permanence du contrôle<sup>48</sup>, ce qui n'est en revanche pas le cas s'agissant de l'octroi d'une dérogation à l'occasion d'une opération spécifique (augmentation du capital d'une société cotée en situation avérée de difficulté financière<sup>49</sup> ou augmentation du capital d'une société cotée pour rémunérer un apport soumis à l'approba-

45 L'article 234-7 prévoit aussi que, lorsque plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée est détenu par une autre société et en constitue un actif essentiel, l'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique « *lorsqu'un groupe de personnes agissant de concert vient à prendre le contrôle de la société détentrice au sens des textes applicables à cette dernière, à condition que l'une ou plusieurs d'entre elles disposaient déjà de ce contrôle et demeurent prédominantes* » (cf. note de bas de page 6 ci-avant).

46 Voir, pour des exemples récents, les décisions AMF 210C0152 du 10 février 2010 concernant la société Afone, AMF 210C0207 du 1<sup>er</sup> mars 2010 concernant Vilmorin & Cie, AMF 210C0526 du 14 juin 2010 concernant la société Le Belier, AMF 212C1383 du 19 octobre 2012 concernant GL Events, AMF 212C1593 du 30 novembre 2012 concernant Sopra Group et AMF 212C1700 du 18 décembre 2012 concernant Osiatiss.

47 Voir, pour des exemples récents, les décisions AMF 208C1665 du 12 septembre 2008 concernant la société Foncière des Régions et AMF 208C2115 du 27 novembre 2008 concernant la société Thalès et 212C1730 du 21 décembre 2012 concernant la société SA Le Noble Age.

48 Articles 234-9 6<sup>e</sup> et 234-9 7<sup>e</sup> du RG/AMF.

49 « *Souscription à l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière, soumise à l'approbation de l'assemblée générale de ses actionnaires* » (article 234-9 2<sup>o</sup> du RG/AMF).

tion de l'assemblée générale des actionnaires de la société cotée<sup>50</sup>) (voir section II. 1. ci-avant).

Qu'en est-il des évolutions au sein d'un concert postérieures à l'octroi des dérogations accordées sur le fondement de l'article 234-9 du RG/AMF ?

Bien que rien dans le RG/AMF ne le spécifie, l'AMF assortit généralement sa décision de dérogation – qu'elle soit rendue au titre d'une opération spécifique mais également sur le fondement de la permanence du contrôle – d'une réserve tenant à l'équilibre futur du concert, et vise même parfois l'article 234-7 du RG/AMF.

L'autorité boursière a ainsi accordé en 2010<sup>51</sup> une dérogation aux familles Jeanjean et Laroche qui avaient franchi de concert en hausse les seuils du tiers du capital et des droits de vote de la société Jeanjean sur le fondement de l'article 234-9 4° du RG/AMF<sup>52</sup>. L'AMF après avoir relevé que l'opération de fusion et le pacte d'actionnaires concertant ne remettaient pas en cause la prédominance de la famille Jeanjean, « a demandé à être tenue informée de toute évolution des participations des membres du concert et des accords conclus entre eux sur le fondement de l'article 234-7 du règlement général »<sup>53</sup>.

S'agissant de la dérogation accordée en 2011 sur le fondement des articles 234-9 6° et 7° du RG/AMF relativement à la société Manitou, l'AMF a indiqué expressément vouloir « être tenue informée des modifications des stipulations dudit pacte ainsi que des détentions des membres de la famille aux fins d'examen de la nouvelle situation au regard de la réglementation sur l'offre obligatoire »<sup>54</sup>.

Cela montre que l'AMF entend imposer une offre publique pour le cas où à l'avenir l'équilibre serait rompu, quand bien même aucun seuil déclenchant l'offre publique ne serait franchi, l'octroi de ces dérogations étant en quelque sorte subordonné à l'absence de modification future significative de l'équilibre du concert.

Il semble également qu'elle entende le faire alors même que sa dérogation ne mentionnerait aucune réserve quant à l'évolution future d'un concert (voir, à cet égard, l'évolution du concert des groupes Wendel et KKR vis-à-vis de la société Legrand, lequel existait depuis l'introduction en bourse de Legrand et a fait l'objet des différentes décisions de l'AMF rendues dans ce cadre – cf. section I. 6. ci-avant).

De même, alors que la dérogation accordée sur le fondement de l'article 234-9 4° du RG/AMF par l'autorité boursière en mai 2002<sup>55</sup> concernant la société Publicis n'était assortie

d'aucune réserve quant à l'évolution du concert formé par Elisabeth Badinter et la société Dentsu (l'autorité boursière ayant néanmoins relevé la prédominance d'Elisabeth Badinter au sein de ce concert), ces derniers ont sollicité et obtenu de l'autorité boursière en 2003, dans le cadre d'une opération modifiant la structure de détention du groupe Badinter dans Publicis n'ayant conduit à « aucun franchissement de seuil dans le capital ou les droits de vote de Publicis par Madame Elisabeth Badinter et Dentsu agissant seuls ou de concert engendrant l'offre obligatoire », la confirmation, sur le fondement du dernier aliéna de l'article 234-7 du RG/AMF, « que l'évolution de leur position en capital et droits de vote ne donnera pas lieu à offre publique ». L'autorité boursière a ainsi considéré que, même si la participation en capital d'Elisabeth Badinter devenait inférieure à celle de la société Dentsu, « la prédominance de Madame Elisabeth Badinter au sein du concert sera préservée, à la fois en raison d'une participation en droits de vote de Publicis demeurant supérieure à celle de Dentsu, et par l'application des accords en date du 7 mars 2002 entre les deux actionnaires prévoyant un engagement de Dentsu de ne pas dépasser jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 2012, le seuil de 15 % des droits de vote de Publicis ainsi que la prépondérance assurée de Madame Elisabeth Badinter en termes de choix des équipes de direction et de prise des principales décisions stratégiques de l'entreprise »<sup>56</sup>.

On peut se demander si la simple référence à la prise en compte, lors de l'octroi d'une dérogation fondée sur l'article 234-9 du RG/AMF, d'une situation de prédominance ou au visa de l'article 234-7 du RG/AMF – qui ne s'applique pas aux situations visées à l'article 234-9 du RG/AMF – offre des fondements pleinement satisfaisants pour faire reposer l'éventuelle obligation d'offre publique ultérieure sur la simple constatation d'une rupture d'équilibre du concert.

### III. Fin du concert

Si la fin du concert se fait par rachat de la participation d'un membre du concert par un autre, une dérogation est possible si, de concert, les parties détenaient la majorité du capital et des droits de vote, et que ce changement n'aboutit pas à une inversion de la prédominance ou ne contredit pas les déclarations antérieures ou les « engagements » pris à l'occasion d'une dérogation précédente.

Si la fin du concert procède de la simple cessation de l'accord des parties, chacun gardant sa participation, la question a pu se poser de savoir ce qu'il adviendrait du membre qui aurait, pendant la durée du concert, franchi le seuil de 30 %. Sera-t-il contraint de lancer une offre publique ? Il nous semble qu'il n'y a aucun fondement à cela, et que c'est précisément ce qui amène l'AMF à n'accorder de dérogation en cas de franchissement de seuil au sein d'un concert qu'aux situations où l'équilibre du concert n'a pas été rompu au cours de son existence, ou, si une telle rupture est intervenue, au cas où cela avait été clairement annoncée lors de l'introduction en bourse ou de l'opération ayant fait naître le concert.

50 « Opération de fusion ou d'apport d'actifs soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires » (article 234-9 3° du RG/AMF).

51 Décision AMF 210C0122 du 29 janvier 2010.

52 « Cumul d'une opération de fusion ou d'apport soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires et de la conclusion entre les actionnaires des sociétés concernées par l'opération, d'un accord constitutif d'une action de concert ».

53 Pour un autre exemple, voir la dérogation rendue sur le fondement des articles 234-9 3° et 4° du RG/AMF concernant Natixis : décision AMF 206C1423 du 13 juillet 2006.

54 Décision AMF 211C0481 du 19 avril 2011.

55 Décision CMF 202C0590 du 24 mai 2002. Elisabeth Badinter avait franchi en hausse le seuil du tiers du capital de la société Publicis et la société Dentsu en hausse le seuil du tiers du capital et des droits de vote.

56 Décision CMF 203C0592 du 17 avril 2003. Voir également, pour un raisonnement analogue, la décision AMF 208C1665 du 12 septembre 2008 relative à la société Foncière des Régions où l'autorité boursière avait considéré que l'évolution au sein d'un concert formé en 2007 – lequel avait donné lieu à une dérogation sur le fondement de l'article 234-9 4° du RG/AMF – prévue pour intervenir en 2008 – sans qu'aucun seuil d'offre publique ne soit franchi – ne justifiait pas une offre publique obligatoire.



## IV. Principe de solidarité des parties au concert et rupture d'équilibre en son sein

L'une des caractéristiques du concert tient à la solidarité entre ses membres dans les « obligations qui leur sont faites par les lois et règlements »<sup>57</sup>, qui inclut donc notamment celle de déposer solidairement une offre publique obligatoire.

Ce principe de solidarité appliqué à un cas de renversement de prédominance entre des parties à un concert aboutit à une situation singulière au plan de l'équité en ce que la partie ayant perdu la prédominance se retrouve solidairement tenue de devoir déposer – avec la partie devenue prédominante – une offre publique obligatoire, ou encore que la partie qui prend passivement la prédominance du fait par exemple de cessions effectuées par une autre partie se retrouve, à son corps défendant, tenue à cette obligation.

Dans l'affaire Carrefour/Hyparlo<sup>58</sup>, la cour d'appel de Paris a ainsi fait peser l'obligation de dépôt de l'offre publique tant sur Carrefour que sur la famille Arlaud (ayant perdu la prédominance) en décidant « *qu'un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société Hyparlo, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré recevable par l'Autorité des marchés financiers, devra être déposé par la société Carrefour et/ou par les membres de la famille A. parties à la présente procédure, à savoir M. R. A., M. J. A., M<sup>me</sup> C. A., M. O. A. et M. D. A., et ce, dans un délai de trois mois à compter du jour où le présent arrêt deviendra exécutoire* ».

Certes, au cas d'espèce, on pourrait objecter que les réorganisations intervenues entre Carrefour et la famille Arlaud au niveau de la holding de contrôle d'Hyparlo ayant conduit à la perte de la prédominance de la famille Arlaud ont été décidées avec l'assentiment de cette dernière, laquelle n'en a pas mesuré pleinement la portée au regard de l'offre publique obligatoire.

Néanmoins, comme l'a relevé un auteur, « *la sanction reste bien lourde et le partenaire qui a renoncé à sa prédominance doit désormais compter sur le tempérament chevaleresque de l'autre s'il ne souhaite pas assumer une partie substantielle de la charge financière de l'opération* »<sup>59</sup>.

La sanction en serait d'autant plus lourde dans l'hypothèse où le renversement de la prédominance se réaliserait sans le consentement de la partie initialement prédominante, par exemple en cas de renforcement dans le capital et les droits de vote de la société cotée par l'autre partie sans que la partie prédominante ait consenti à de telles acquisitions. Ceci conduit en pratique parfois la partie prédominante à tenter de se prémunir *a priori* contre la survenance de tels événements. Ainsi, aux termes des accords conclus en 2012 entre le FSI et la famille Duval – cette dernière étant prédominante au sein du concert formé à l'égard de la société Eramet –, il est prévu que le pacte concertant « *cessera immédiatement et de plein droit en cas de changement de prédominance à l'intérieur du*

*concert global dû à des acquisitions ou des souscriptions d'actions par le FSI* »<sup>60</sup>.

Au-delà de la question de la portée et de l'efficacité de ce type de clauses déclaratoires dans des pactes concertants, on peut aussi se demander si la rupture d'équilibre qui proviendrait de la violation par l'une des parties au concert de certaines de ses obligations contractuelles ne pourrait pas entraîner *de facto* la disparition d'une volonté concertante, une telle disparition entraînant automatiquement la fin de l'action de concert et donc du principe de solidarité devant régir les relations entre ses membres.

57 Article L. 233-10 III du code de commerce.

58 Cf. note de bas de page 19 ci-avant.

59 A. Couret : « Non-lieu à dépôt d'un projet d'offre publique », RDBF, septembre-octobre 2005, p. 35.

60 Décision AMF 212C0486 du 12 avril 2012.