

# L'UNION DES MINORITAIRES FACE À UN MAINTIEN DE COURS : LE PACTE DE PRÉFÉRENCE

**1. Innovation d'une association d'actionnaires minoritaires dans l'affaire Via Banque.** La Banco Espirito Santo a déposé auprès du CMF, le 13 octobre 2000, un projet de garantie de cours visant les actions de Via Banque, sa récente acquisition, ancienne filiale de BNP-Paribas. Des actionnaires minoritaires détenant environ 20 % du capital de Via Banque ont décidé, en mandatant la Présidente de l'ADAM (Association des Actionnaires Minoritaires), Madame Colette Neuville, de contester le prix fixé pour la garantie de cours à 32,04 euros (210,16 F). Ce prix, équivalent au prix unitaire auquel la BNP-Paribas a cédé ses titres Via Banque à la banque Portugaise, se justifie pour celle-ci par le fait que le règlement du CMF dispose qu'en cas d'acquisition de bloc de contrôle la garantie de cours ne peut se faire qu'au prix de cession ou à un prix inférieur, moyennant octroi d'une garantie en cas de « *risque identifié ou de règlement différé* » (Règl. CMF, art. 5-4-2). Or, BNP-Paribas a cédé 59,94 % du capital de Via Banque à Banco Espirito Santo.

Les minoritaires contestent ce plafonnement du prix arguant du fait que la Banco Espirito Santo aurait dû déposer une OPA et non un maintien de cours, en raison de l'existence de conventions connexes (Voir sur ce point *Via Banque : recours des minoritaires*, Les Echos 20/11/2000, p. 37). Les minoritaires considèrent notamment, sur ce fondement, que le prix proposé pour les actions Via Banque est largement inférieur à sa valeur d'actif net, évalué à 43 euros, et à l'actif net réévalué, qui ressort à 48 euros.

Pour obtenir une meilleure offre, les actionnaires minoritaires de Via Banque ont choisi de donner à leur action conjointe une plus grande stabilité. Pour ce faire, ils ont conclu un pacte de préférence par lequel chacun des minoritaires s'engage à ne pas céder ses titres sans les avoir d'abord proposés aux autres signataires. Aucune clause de prix n'est imposée par le pacte, ce qui conduit les signataires à proposer leurs titres au cours du jour ou à un prix approchant. Lorsque cette proposition est faite, les signataires du pacte bénéficient d'un délai d'option de cinq jours pour se prononcer. Si l'un d'entre eux est intéressé, il pourra acquérir les actions au prix proposé par le vendeur (Sur ce mécanisme voir Le Nabasque, Dunaud et Elsen, *Les clauses de sortie dans les pactes d'actionnaires* : Droit des sociétés, Actes Pratiques, oct. 1992 ; Germain et Frison-Roche, Rev. Prat. Dr. Bancaire 1992, p. 249).

Ce pacte de préférence, qui vise à matérialiser la solidarité entre les actionnaires mécontents dans leur recherche d'un meilleur prix des titres Via Banque, y compris dans le cadre d'une éventuelle action contentieuse, constitue une nouveauté dans la pratique actionnariale française, dont les enjeux sont particulièrement importants. Sa simplicité tient à ce qu'il constitue principalement un mécanisme d'information réciproque des signataires quant à leur volonté de sortie du capital, afin de conserver au groupe d'actionnaires opposé à la restructuration initiale une certaine cohérence. Cette démarche, qui n'intègre pas de contraintes en matière de prix de cession entre les participants au pacte de préférence, a également pour objet de fédérer l'ensemble des « déçus » ou des « mécontents » du prix proposé par l'initiateur, afin d'atteindre une taille suffisante pour pouvoir

négocier les conditions de réalisation des restructurations pouvant être envisagées à l'avenir par l'initiateur.

**2. Problématique de la valorisation des titres.** Que l'idée d'un pacte de préférence ait été proposée par une association d'actionnaires minoritaires comme l'ADAM ne doit pas surprendre.

En effet, la mobilisation des actionnaires minoritaires sous forme d'associations d'actionnaires constitue un fait connu de la vie sociale, notamment dans les grandes sociétés cotées. A l'origine, cette organisation associative avait pour objet de dépasser les seuils de capital nécessaires pour exercer certains droits extra-pécuniaires (Art. 172-1 L. 24 juill. 1966 ; L 225-120 C. com.) et de faciliter l'exercice conjoint d'actions en justice afin d'en diminuer le coût individuel (c'est la théorie dite du « *cavalier solitaire* », voir sur ce point B. Le Bars, *Les associations de défense d'actionnaires et d'investisseurs*, Thèse Paris 1, § 42).

Dans les opérations de restructuration concernant des sociétés cotées, l'action des associations d'actionnaires minoritaires se concentre sur l'organisation de méthodes d'évaluation des titres, notamment à l'occasion d'offres publiques ou de procédures de garantie de cours. L'idée est alors de permettre une valorisation satisfaisante des titres et une sortie des actionnaires au meilleur prix. Le débat porte logiquement sur l'application de la méthode d'évaluation multicritères (Art. 33 (4°) L 96-597 du 2 juill. 1996).

La position des actionnaires minoritaires quant à l'analyse multicritères consiste à demander une valorisation équitable des titres, par une pondération des critères d'évaluation accordant une place importante à la valeur d'actif net. Pour les majoritaires et les initiateurs des opérations de restructuration, la faveur est plutôt donnée à une pondération équilibrée des divers critères d'évaluation, conforme à celle qu'ils ont proposée. Ce qui conduit généralement, pour eux, à demander le maintien de la valorisation qu'ils avancent.

Pour les associations d'actionnaires, cette opposition s'explique par le fait que le minoritaire qui cède son titre, à l'occasion d'une garantie de cours ou d'une offre publique de retrait, a le sentiment qu'il doit pouvoir être indemnisé à hauteur de ce que la société vaudrait si elle devait être liquidée. Une telle approche, compréhensible dans la mesure où l'actionnaire n'a souvent pas de véritable alternative, puisqu'il doit accepter de vendre ou d'être dilué voire bloqué dans une société dont les titres ne seront plus liquides, est en totale opposition avec les logiques d'évaluation dynamique pratiquées sur le marché. Le but de la méthode multicritères est justement de mettre la société cédée dans son contexte de création de richesse dynamique, ce qui implique une prise en considération de l'actif net mais également de toutes les perspectives de développement de la société sur son marché spécifique, grâce à une pondération de tous les éléments de mise en œuvre de la méthode d'évaluation multicritères (Voir Frison-Roche et Nussenbaum, *Rev. Dr. bancaire* 1995, p. 56 ; Lesguillier, *Bull. Joly Bourse* 1995, p. 379 ; Alfredo, *Rev. sociétés*, 1997, p. 67).

**3. Les enjeux du pacte de préférence minoritaire : la création de liquidité.** Traditionnellement les pactes extra-statutaires sont conclus par des investisseurs professionnels qui veulent compenser leur participation minoritaire en se faisant consentir des garanties (promesse de rachat, protection anti-dilution, droit de déclencher un audit, ...). Ces pactes sont plutôt utilisés par des petits porteurs de référence (capital risquer, fonds, fondateurs), notamment ceux « *qui*

*contrôlent ensemble une société anonyme* » (Guyon, *Les sociétés, Aménagements statutaires*, LGDJ 4<sup>ème</sup> éd., § 220, p. 314 ; Cherchouly-Sicard, *Les pactes de préemption*, Rev. Juris. Com. 1990, p. 49). L'aléa de telles clauses tient à ce que leur inexécution ne peut engendrer que la mise en œuvre d'une responsabilité contractuelle de la part des signataires victimes de l'inexécution.

Les actionnaires minoritaires de Via Banque ont pourtant choisi de recourir à la technique du pacte d'actionnaires, deux contraintes liées aux mécanismes de restructuration des sociétés cotées les ayant conduit à ce choix d'organisation.

La première contrainte, inhérente à toute opération de restructuration par offre publique, tient à l'absence de transparence du déroulement de l'offre pour les actionnaires minoritaires de la cible. Cette absence de transparence résulte de ce qu'il n'existe pas de mécanisme organisé permettant de savoir quel est le pourcentage d'actionnaires qui ont choisis, ou qui pensent choisir, d'apporter leurs titres à l'initiateur de l'offre. Or, la délivrance d'une telle information constitue un enjeu majeur puisqu'elle contribue au choix de l'actionnaire d'apporter ou de ne pas apporter son titre. En effet, si le pourcentage d'apport est massif, il vaudra mieux tenir compte de cette tendance pour ne pas être bloqué dans une société dont les titres ne seront plus liquides.

Or, le risque d'illiquidité future du titre est la seconde contrainte majeure de toute restructuration, pour le minoritaire. Pour un tel actionnaire, apporter ses titres c'est aussi éviter la mise en œuvre d'un retrait obligatoire qui ne permettra pas, au regard de la jurisprudence actuelle, la réévaluation du prix de l'offre (sur ce point voir CA Paris 16 mai 1995, *Sogénal* : Rev. sociétés. 1995, p. 548, note L. FAUGÉROLAS ; Gaz. Pal. 12-14 nov. 1995, p. 13, conclusions M. Y. JOBARD. Confirmé par Cass. Com. 29 avril 1997 : Bull. civ. IV, n° 108 ; D. 1998, p. 334, note Frison-Roche et Nussenbaum ; D. Affaires 1997, p. 691 ; Banque et droit, juill.-août 1997, p. 32, note de Vauplane ; Bull. Joly Bourse 1997, p. 391, note Faugérolas ; Dr. Sociétés 1997, n° 114, note Hovasse ; Rev. Sociétés 1998, p. 337, note Bucher ; A. VIANDIER, *Le retrait obligatoire*, RJDA 1994, p. 783).

Ces deux contraintes conduisent à une constatation simple : pour ne pas être obligé, au moins pour des raisons liées au volume des intentions d'apport, de participer à une opération dont on conteste l'évaluation qu'elle opère des titres de la cible, il convient de s'organiser. Une organisation sous forme de pacte de préférence présente une série de trois avantages.

Par la signature d'un pacte de préférence, les actionnaires qui ne souhaitent pas apporter leurs titres à une offre publique organisent, en premier lieu, un cadre de conservation de leurs titres en attendant une meilleure offre. Les initiateurs de cette technique du pacte de préférence minoritaire considèrent qu'ainsi ils s'octroient un droit d'attendre que « sorte la valeur » d'une société qu'il considèrent comme sous évaluée au regard du prix de l'offre qui leur est proposé. Cette idée de droit d'attendre peut étonner tout juriste de droit privé, puisque chaque fois qu'on ne vend pas on s'octroie, implicitement mais nécessairement, un droit d'attendre. La raison de ce droit d'attendre s'explique au regard de l'idée que l'actionnaire inorganisé est contraint de suivre la tendance majoritaire dans le cadre de la garantie de cours, pour ne pas se retrouver emprisonné dans un titre non liquide. Le risque serait alors de ne plus avoir d'autre choix que d'attendre. En signant le pacte l'actionnaire s'octroie donc bien un droit d'attendre une meilleure offre, dont il ne disposerait pas dans un contexte sociétaire inorganisé.

Ensuite, ces actionnaires organisent entre eux un mécanisme de liquidité conventionnelle. Cette liquidité conventionnelle résulte du fait que ceux qui veulent acheter les titres dans le cadre du pacte garantissent une porte de sortie aux actionnaires souhaitant se désengager, que le simple jeu du marché ne leur offre pas nécessairement.

Enfin, un tel pacte permet d'empêcher la mise en œuvre des procédures d'exclusion des actionnaires (retrait obligatoire), à condition que le pacte porte sur un volume de titres supérieur à 5 % du capital social. Les actionnaires minoritaires signataires se garantissent ainsi contre le risque d'exclusion. Ils conservent même parfois un véritable pouvoir dans la société lorsque le volume de titres permet une expression significative en assemblée générale.

**4. Le risque de requalification en action de concert.** En soi, l'organisation entre minoritaires d'une sauvegarde de la liquidité n'est pas choquante. Mais lorsqu'est constaté le fait que ce pacte est amené à s'inscrire dans la durée en attendant qu'une meilleure offre soit possible, il devient possible de se demander si l'article 356-1-3 de la loi de 1966 (art. L. 233-10 C. com.) ne pourrait pas être invoqué.

L'ADAM a eu conscience de ce risque puisqu'elle n'a pas manqué de déclarer le pacte de préférence Via Banque auprès du CMF, se pliant ainsi à l'exigence de publication des pactes d'actionnaires comportant « *des conditions préférentielles d'acquisition ou de cession* » (art. 356-1-4 de la loi de 1966 ; art. L. 233-11 C. com.). Mais, dans leurs déclarations, les associations d'actionnaires ont pris le soin de préciser que leur accord ne constituait pas une action de concert, afin d'opérer un renversement de la charge de la preuve en cas de contentieux.

Que penser de ces pactes de préférence minoritaires ?

En principe, ne sont pas constitutifs d'une action de concert les conventions limitées à des stipulations par lesquelles les actionnaires d'une même société se reconnaissent un droit de préemption sur tout ou partie des titres de cette société détenus ou susceptibles d'être détenus (Avis SBF n° 90-2204, du 6 juill. 1990 et n° 92-1123, du 29 avril 1992 : RTD com. 1992, p. 834, note Reinhard). L'admission d'un tel pacte a également été retenue par le CBV, dans l'avis *Club Méditerranée*, n° 90-1500 du 17 mai 1990 (RD bancaire et de la bourse 1991, p. 91), qui a validé un pacte mutuel de préemption.

Dans les pactes de préemption minoritaires, la stipulation essentielle consiste en un mécanisme permettant à tout vendeur de titres d'accorder aux autres signataires du pacte de préférence un délai d'option (pour Via Banque il est de cinq jours) pendant lequel ceux-ci ont la faculté de se porter acquéreurs. A priori, une telle stipulation semble échapper à toute critique, puisqu'elle correspond aux aménagements dont la validité a été reconnue par les autorités de contrôle.

Cependant, si le pacte de préemption entre actionnaires n'emporte pas par lui-même la qualification d'action de concert (CMF, 8 févr. 1999, *Pathé*, Bull. Joly Bourse 1999, p. 215), un pacte de préemption ou d'autres techniques limitant la liberté d'acquisition ou de cession peuvent cependant constituer, exceptionnellement, des actions de concert dès lors que les mobiles de leurs signataires sont bien d'exercer « une politique commune ». Le CBV l'a clairement indiqué à de multiples reprises (avis n° 90-4035 du 26 décembre 1990 ; n° 91-116, du 11 janvier 1991). A quoi

s'applique cette politique commune ? Est-ce la seule conservation ou cession des titres ? Les minoritaires ont-ils une politique de gestion ?

Sur ce point, le risque de requalification des pactes de préférence conclus par des actionnaires minoritaires semble faible, dans la mesure où ces accords n'ont pas pour objet la mise en place d'une véritable « politique commune », ni de conclure une convention relative aux droits de vote dans la société. Pourtant, si ces pactes étaient amenés à s'inscrire dans la durée, l'accord pourrait conduire ses signataires à adopter des attitudes convergentes en assemblée générale, notamment dans le but de maintenir une valorisation optimale de la société, qui feraient glisser dangereusement l'accord sur la pente de l'action de concert.

Le rejet de tout risque de qualification des pactes de préférence conclus par des minoritaires en action de concert constitue donc un pronostic peut-être trop optimiste. En fait, l'évolution des pratiques et des comportements minoritaires dans le cadre de ces accords sera décisive dans l'appréciation qui pourra être opérée de ces nouveaux pactes de préemption.

En tout état de cause, si la qualification d'action de concert devait être retenue, il importerait principalement pour ses signataires de respecter la réglementation concernant les franchissements de seuils, puisque le dépassement du vingtième du capital ou des droits de vote suffit pour déclencher l'obligation déclarative (art. 356-1 L. 1966 ; art. L. 233-7 C. com.), le régime de la sanction applicable faute de respect de cette obligation étant assez contraignant (art. 356-4 L. 1966 ; art. L. 233-14 C. com.).

**5. Perspectives.** La conclusion d'un pacte de préférence ne sera peut être qu'un épisode de l'affaire Via Banque, puisque la garantie de cours a pris fin le 21 novembre 2000. Mais la suite du contentieux s'organise déjà. Les actionnaires minoritaires contestent en effet la recevabilité de l'offre accordée par le CMF à la fin du mois d'octobre. Un débat plus classique va donc s'ouvrir pour lequel la Cour d'appel de Paris devra apprécier si les conditions de mise en œuvre d'une garantie de cours étaient remplies, ce qui permettrait de faire invalider le prix proposé par Banco Santo Espirito, si les arguments des actionnaires minoritaires devaient être suivis.

Cet exemple de création d'un bloc d'actionnaires minoritaires sur le fondement d'un pacte de préférence est particulièrement révélateur d'une organisation croissante de la représentation minoritaire, dont l'influence ne doit pas être négligée. Les assemblées générales sont de moins en moins de simples chambres d'enregistrement. La place des actionnaires continue son évolution. Relayé par une doctrine porteuse, le « gouvernement d'entreprise », et un intérêt croissant de la grande presse pour les questions patrimoniales, le statut du petit porteur comme des minoritaires institutionnels, changent le contenu du contrôle de l'actionnaire, réhabilitant ainsi ses droits non pécuniaires. Les exemples d'assemblées générales dans lesquelles certaines résolutions sont rejetées ne sont plus rarissimes, ce qui manifeste un renouveau des assemblées d'actionnaires (Voir sur ce point Extraits de l'allocation de M. E. de Royère, Président de l'ANSA, pour la remise du prix Ecom de la meilleure assemblée générale, *Rev. Sociétés* 2000, p. 641).

L'initiative actionnariale sort sans doute grandie de cette dernière invention d'une association d'actionnaires. Il semble pourtant difficile de croire que l'utilisation de ces instruments classiquement mis en œuvre par les majoritaires, que sont les pactes de préférence, pourra se faire

sans conflit. Il sera alors intéressant d'analyser comment les minoritaires réagiront face à des contentieux qui semblent pour l'instant réservés aux majoritaires.