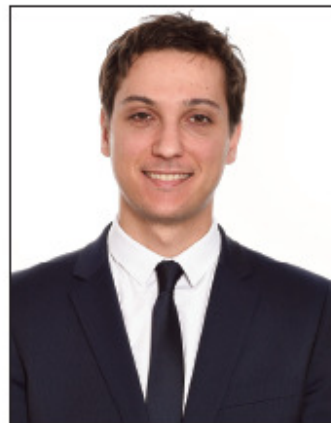


QUELQUES PISTES DE STRUCTURATION POUR RÉUSSIR UNE OPA

*par Charles Cardon, Avocat,
et Quentin Durand, Avocat,
Dechert LLP*



Charles Cardon



Quentin Durand

Après l'acquisition l'an dernier de la société montpelliéraine Medtech par Zimmer Biomet, 2017 a vu un autre acteur industriel majeur américain – Stryker Corporation – s'offrir une pépite française du secteur : la société Vexim spécialisée dans la création et la commercialisation de solutions mini-invasives pour traiter les pathologies traumatiques de la colonne vertébrale.

Ces deux acquisitions, auxquelles s'ajoutent des levées de fonds importantes récentes outre-Atlantique, à l'image de la société Erytech Pharma qui a récemment finalisé son introduction en bourse sur le NASQAD, confirment à la fois la vitalité du secteur du *Life Science*

français, mais aussi l'intérêt des investisseurs américains pour les entreprises innovantes cotées en France.

L'accès au marché des consommateurs américains est une étape importante dans le développement des sociétés hexagonales et s'accompagne le plus souvent de la recherche d'un partenaire commercial stratégique avec un acteur local, qui pourra aboutir à une acquisition par ce partenaire.

Pour les nombreuses sociétés du secteur Medtech/Biotech cotées sur l'un des marchés d'Euronext à Paris, cette acquisition prendra la forme d'une offre publique d'acquisition, avec plusieurs problématiques juridiques à gérer pour mener à bien ce type d'opération.

GESTION DE L'INFORMATION PRIVILÉGIÉE

La première d'entre elle réside dans le traitement de l'information privilégiée. Depuis l'entrée en vigueur du règlement européen « MAR » sur les abus de marché en juillet 2016, les obligations des sociétés cotées mais aussi de leurs actionnaires et dirigeants ont été renforcées en la matière avec notamment la mise en place de liste d'initiés sous un format normé.

Une attention particulière doit de ce fait être portée sur la rédaction des accords de confidentialité à conclure entre les parties qui doivent comprendre certaines mentions requises par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Par ailleurs, les travaux de *due diligence* sur une société cotée s'inscrivent dans un cadre réglementaire strict, contrairement aux audits portant sur des cibles non cotées.

Deux phases doivent ainsi être distinguées :

- L'audit préliminaire, établi sur la base des informations publiques, à l'issue duquel le candidat sera en mesure d'adresser à l'attention de la cible et de ses actionnaires de référence une lettre d'intention qui doit selon l'AMF « témoigner de son intention de réaliser une opération financière et du sérieux de son projet »¹,
- L'accès à une *data room* une fois adressée cette lettre d'intention. La *data room* pourra inclure des informations plus détaillées que celles figurant dans la documentation publique. Peuvent également figurer en *data room* des informations « privilégiées »², d'une importance significative et qui n'auraient pas encore été portées à la connaissance du marché, l'émetteur pouvant se prévaloir d'un des motifs de différé de publication³. Ces informations ne peuvent être mises en *data room* qu'à condition d'être également communiquées au marché concomitamment à l'annonce de l'opération afin de rétablir l'égalité d'information des acteurs⁴.

STRUCTURATION : ACQUISITION DE BLOC OU ENGAGEMENT D'APPORTS ?

Les vendeurs pourront structurer la cession de leurs blocs d'actions de deux façons différentes :

- **Une cession d'actions** avec un transfert de propriété immédiat (voir à ce sujet les modalités techniques d'une telle opération telles que décrites ci-dessous),
- **Un engagement d'apport** : dans ce cas, l'initiateur s'engage à lancer une offre publique sur la cible, à un prix convenu avec un ou plusieurs actionnaires, ces derniers apportant alors leurs titres.

Ces deux modalités revêtent une importance majeure dans le processus d'offre publique.

En cas d'acquisition pure et simple d'un bloc significatif, le risque d'offre concurrente par un autre candidat sera réduit, voire éliminé si l'initiateur a acquis la majorité du capital. A contrario, l'acquéreur devra obtenir les éventuelles autorisations nécessaires en matière de la concurrence préalablement à l'acquisition du bloc, ce qui pourra retarder le processus d'offre publique. En outre, en cas d'acquisition d'un bloc minoritaire, l'acquéreur prendra le risque de détenir une participation ne lui conférant pas le contrôle si peu d'actions sont apportées à l'offre publique.

En cas d'acquisition conférant à l'actionnaire une participation supérieure à 30% du capital ou des droits de vote, l'initiateur se trouvera en situation d'offre publique obligatoire, avec un contrôle du prix par l'AMF.

En cas d'engagement d'apport, l'initiateur n'acquiert la propriété des titres des actionnaires de référence qu'au moment du règlement livraison de l'OPA, c'est-à-dire concomitamment aux actions apportées par les autres actionnaires. S'il n'atteint pas alors le seuil de caducité (fixé à 50% du capital social ou des droits de vote), voire du seuil de renonciation fixé librement par l'initiateur et en deçà

¹ *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, Autorité des marchés financiers, 26 octobre 2016, p. 47.*
² *Au sens du règlement européen n° 596-2014, une information privilégiée est « une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».*
³ *Aux termes de l'article 17.4 du règlement MAR, tout émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée à condition que toutes les conditions suivantes soient réunies: a) la publication immédiate est susceptible de porter atteinte à ses intérêts légitimes; b) le retard de publication n'est pas susceptible d'induire le public en erreur; c) l'émetteur est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information.*
⁴ *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, Autorité des marchés financiers, 26 octobre 2016, p. 48.*

duquel l'offre n'aura pas de suite, l'initiateur n'acquerra aucune action et ne se retrouvera pas actionnaire minoritaire de la cible. En contrepartie, afin de respecter le libre jeu des offres de leurs surenchères⁵, l'Autorité des marchés financiers impose que les engagements d'apport soient révocables en cas d'offre concurrente. Ainsi, l'initiateur doit accepter le risque que les actionnaires ayant consenti l'engagement d'apport cèdent leurs titres à un concurrent en cas d'offre publique mieux-disante.

L'acquéreur devra donc apprécier au cas par cas comment structurer juridiquement mieux son opération pour optimiser ses chances de succès, en fonction notamment de l'existence de potentielles offres concurrentes.

MODALITÉS TECHNIQUES DE LA TRANSACTION

En présence d'une acquisition de bloc majoritaire préalablement à une offre publique d'acquisition obligatoire, l'acquéreur devra également apporter un soin particulier aux modalités de transferts des titres et des flux financiers.

En effet, le passage par le marché et le carnet d'ordre central, de même que par des ordres hors marché exécutés par des *brokers*, soumet mécaniquement la transaction à un

décalage de règlement livraison de J+2. Ce décalage soulève des difficultés dans ce type de transaction car l'acheteur et le vendeur ne voudront annoncer publiquement l'opération qu'après sa réalisation, qui nécessite donc une exécution instantanée.

Il est techniquement possible de s'affranchir de l'obligation de règlement-livraison à J+2 en procédant à des transactions hors marché, par inscription des titres sur le compte d'actionnaire de l'acheteur simultanément au paiement du prix. Cette structuration nécessite d'organiser la cession en coopération avec le teneur de compte titres de la cible. Un travail technique important devra être mené en amont, avec notamment le passage de l'ensemble des titres à céder dans une détention au nominatif pur et l'ouverture de comptes (soumis à la procédure *KYC*), ainsi que la mise en place d'une procédure d'exécution des différents flux, tant financiers que mouvements de titres, précise.

Si les sociétés cotées sur Euronext Paris, notamment celles exerçant dans le secteur de la santé, constituent des opportunités attractives aux yeux des potentiels acquéreurs, ces opérations d'acquisition nécessitent une préparation et une structuration juridique pour optimiser leurs chances de succès.

⁵ Article 231-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Dechert LLP

A PROPOS DE DECHERT

Dechert est un cabinet international d'origine américaine créé en 1875 à Philadelphie. Aujourd'hui, avec plus de 900 avocats multiculturels à travers le monde, Dechert s'est développé dans les principaux centres d'affaires avec 28 bureaux en Europe, États-Unis, Moyen Orient et Asie. Le bureau parisien de Dechert a été créé en 1995 et compte 160 personnes dont 90 avocats sous le management d'Alain Decombe, également Vice-Chairman en charge des opérations internationales. Cabinet d'expertises dont le positionnement est fondé sur la spécialisation métier et sectorielle pour apporter une très forte valeur ajoutée à ses clients et une importante coordination internationale, Dechert est un cabinet leader avec des avocats de renom dans chacune des spécialités suivantes : arbitrage international, contentieux commerciaux complexes, corporate / M&A, propriété intellectuelle, concurrence, fiscal, social, services financiers & gestion d'actifs, et Sciences de la Vie qui est un secteur majeur chez Dechert.