

Neuchâtel, le 12.07.2020

Par courriel : counsel@takeover.ch
Commission des OPA
Stockerstrasse 54
CH-8002 Zurich

Sujet : procédure de consultation / projet de circulaire n°5

Monsieur le Président de la Commission, Mesdames et Messieurs les membres de la Commission,

Madame, Messieurs,

Prof. Olivier Hari
Avocat, Dr. Iur.
Chaire de droit des sociétés et de
l'entreprise
olivier.hari@unine.ch
+41 32 718 12 44

Dans le délai fixé par votre Commission, je vous prie de trouver ci-dessous la prise de position de la Faculté de droit de l'Université de Neuchâtel en lien avec le projet de circulaire COPA n°5, prise en application de l'art. 136 al. 1 LIMF.

La préambule de la circulaire édicte qu' "Une dérogation pour assainissement ne doit, selon le sens et le but de la norme, être accordée que dans la situation où un investisseur ne pourrait guère être trouvé sans que ladite dérogation ne soit accordée (principe de subsidiarité de la dérogation pour assainissement). "

Commentaire:

Le principe de subsidiarité s'applique de longue date: "Kommt hinzu, dass auch die gemäss Sinn und Zweck vorauszusetzende Subsidiarität, wonach eine Sanierungsausnahme (erst) in einer Situation gewährt werden sollte, in welcher sich ohne eine solche Ausnahme kaum ein Investor finden liesse, vorliegend nicht gegeben ist (Décision 535/01 du 24 mai 2013 dans la cause Schmolz + Bickenbach AG, consid. 2.1).

Selon la pratique constante de la COPA, "Damit sollen Investoren privilegiert werden, welche die Gesellschaft in einer prekären Finanzlage zu unterstützen bereit sind, da in solchen Fällen das Interesse der Aktionäre am Fortbestand der Gesellschaft grösser sein kann als ihr Interesse an einem Pflichtangebot. Hätte ein solcher Erwerb eine Angebotspflicht zur Folge, könnten Sanierungen in vielen Fällen nur unter erschwerten Bedingungen oder gar nicht durchgeführt werden (Décision 535/01 du 24 mai 2013 dans la cause Schmolz + Bickenbach AG, consid. 2).

Récemment, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA a rappelé ce qui suit: "Zweck der Bestimmung ist es, Sanierungen nicht durch die Angebotspflicht und den damit verbundenen finanziellen Aufwand zu erschweren oder zu gefährden. Die Ausnahme beruht auf der Wertung, dass das Interesse (auch der Minderheitsaktionäre) am Fortbestand des Unternehmens gegenüber dem Interesse der Minderheitsaktionäre an der Veräusserung ihrer Titel im Rahmen eines Pflichtangebots überwiegt. Aufgrund der einschneidenden Rechtsfolgen der Angebotspflicht sind Ausnahmen im Zweifel zu gewähren." (Décision du comité des offres publiques d'acquisition et de la responsabilité de

FACULTÉ DE DROIT

Secrétariat
Av. du 1^{er}-Mars 26
CH-2000 Neuchâtel
Tél: +41 (0)32 718 12 00
Fax: +41 (0)32 718 12 01
secretariat.droit@unine.ch

l'Etat de la FINMA du 6 décembre 2019 dans la cause Schmolz + Bickenbach AG, consid. 3).

Il va de soi que l'exception ne doit pas être appliquée à la légère, vu les conséquences sur les droits des actionnaires minoritaires. Cela étant, le principe de subsidiarité doit être appliqué avec retenue, afin de ne pas vider de sens l'exception prévue par la loi, et rendre difficiles à l'excès, voire impossible, les assainissements des sociétés concernées par la norme.

Le projet de circulaire doit donc formellement et matériellement tenir compte de ce qui précède.

Il est donc proposé de supprimer la phrase du préambule mentionnée ci-dessus, non nécessaire dans la circulaire, et qui matériellement conditionne déjà l'octroi de l'exception, allant d'ailleurs potentiellement au-delà de ce que prévoit la loi et lui étant donc contraire. La loi mentionne en effet que "la Commission des OPA peut, dans des cas justifiés, accorder une dérogation à l'obligation de présenter une offre, notamment lorsque les titres de participation sont acquis à des fins d'assainissement (lit. e)". Par ailleurs, la FINMA, comme mentionné ci-dessus, est d'avis qu'il y a lieu d'appliquer le principe avec souplesse.

Alternativement, la phrase pourrait être reformulée comme suit :

Une dérogation pour assainissement ne doit, selon le sens et le but de la norme, être accordée que ~~dans la situation où s'il apparaît vraisemblable qu'un investisseur ne pourrait guère être trouvé sans que ladite dérogation ne soit accordée (principe de subsidiarité de la dérogation pour assainissement).~~

1. Présentation de la situation

La situation financière de la société visée doit être présentée (soit, en particulier, données relatives aux fonds propres, ratio d'endettement ; existe-t-il ou risque-t-il d'y avoir un bilan déficitaire, un surendettement ou une situation d'insolvabilité ; depuis quand existe cette situation ?) et les raisons de cette situation doivent être indiquées.

Commentaire: Il est indispensable de permettre l'application de l'exception déjà pour des sociétés qui ne sont pas encore en situation précaire, et donc qui ne sont pas encore en situation de perte de capital, de surendettement, respectivement qui ne sont pas encore insolubles. C'est donc à juste titre que le projet de circulaire mentionne que la présentation de la situation peut faire état du seul risque que les situations décrites ci-dessus surviennent, en plus des situations avérées, pour bénéficier de l'exception.

L'on ajoutera qu'il pourrait être utile que des précisions soient aussi apportées s'agissant des aspects temporels relatifs à la situation financière de la société, si celle-ci est déjà obérée. En d'autres termes, la société doit identifier non seulement la cause des difficultés financières, mais également le moment à partir duquel la situation a commencé à se détériorer. Ces indications sont utiles pour permettre de déterminer si le plan d'assainissement est de nature à remédier à la situation, respectivement s'il existe une urgence.

2. Présentation du besoin d'assainissement / Perspectives relatives aux fonds propres

L'ampleur du besoin d'assainissement doit être présentée sur une base quantitative et ~~elle~~ doit être justifiée. Des informations sur l'urgence de la situation doivent être fournies, de même que les perspectives relatives aux fonds propres et à la trésorerie pour les six prochains mois au moins.

Commentaire : Les difficultés financières peuvent se traduire au bilan par des fonds propres négatifs, mais pas seulement. Elles peuvent résulter d'une situation liée à la trésorerie (illiquidité), quand bien-même le bilan pourrait être équilibré. Il y a donc lieu de demander à la société qu'elle donne également des indications sur l'évolution de la trésorerie, et des besoins en fonds de roulement.

Finalement, l'on notera qu'il n'est pas impossible que la société concernée ait obtenu des prêts cautionnés tels que prévus par l'ordonnance sur les cautionnements solidaires liés au COVID-19 (RS 951.261), même si ces prêts sont réservés aux entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 500 millions. Or, en application de son art. 24, les crédits cautionnés au sens de l'art. 3 ne sont pas pris en compte en tant que capitaux de tiers (a priori jusqu'au 31 mars 2022, sous réserve d'un délai plus long, cf. procédure de consultation ouverte le 1^{er} juillet sur la transposition de l'ordonnance de nécessité sur les crédits COVID-19 dans le droit ordinaire). La société devra donc donner des indications à cet égard.

3. Explications quant aux mesures d'assainissement choisies

~~Les détails de~~ *La / les mesures d'assainissement choisies, y compris sa durée prévue doivent être indiqués (soit, en particulier le détail des mesures d'assainissement, ainsi que le délai nécessaire à leur mise en œuvre, y compris les mesures ne touchant pas les droits attachés aux titres de participations, telles que RHT, réduction de la masse salariale, vente d'actifs, réévaluation d'actifs) et les paramètres choisis pour l'augmentation de capital envisagée doivent être expliqués (en particulier, prix d'émission, sauvegarde des droits préférentiels de souscription oui/non, négociation des droits préférentiels de souscription oui/non, critères éventuels d'attribution).*

Commentaire: Lorsqu'une société est en difficulté financière, elle doit élaborer un plan d'assainissement, composé de mesures d'assainissement à mettre en œuvre dans un certain délai; le plan est censé résoudre la situation financière péjorée (assainir la société). Les mesures d'assainissement peuvent concerner les fonds propres, mais pas uniquement. Il est donc opportun que des informations sur les mesures d'assainissement en général soient obtenues, et non pas seulement celles sur les fonds propres.

4. Présentation des mesures alternatives examinées

Toutes les autres mesures examinées comme alternatives au plan d'assainissement choisi doivent être explicitées, ainsi que les raisons de leur rejet. Il en va de même des mesures qui ont été mises en œuvre sans succès.

La Commission des OPA se réserve le droit d'exiger, en tant que de besoin cas de doutes légitimes, une évaluation du plan d'assainissement par un expert indépendant nommé par elle.

Commentaire:

Pour le premier alinéa, il s'agit ici uniquement d'une amélioration rédactionnelle.

S'agissant du second alinéa, il y aurait lieu de préciser qui nomme et rémunère l'expert, (mandat donné par la société, ou décision de nomination de la COPA). Il est ici recommandé de prévoir que la COPA nomme elle-même aux frais de la société un expert indépendant, pour éviter tout conflit d'intérêt. Par ailleurs, l'évaluation par un tiers devrait être réservée à des cas limite et ne pas constituer une règle.

Vous souhaitant bonne réception de la présente, je vous prie de croire, Monsieur le Président de la Commission, Mesdames et Messieurs les membres de la Commission, Madame, Messieurs, à mes sentiments distingués.


Olivier Hart
Professeur