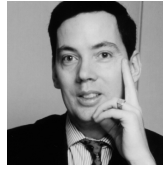


Chronique financière et boursière



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Banque Paribas

**Retrait obligatoire. Expropriation.
Atteinte au caractère inviolable et sacré du
droit de propriété. Violation de la Convention
européenne des Droits de l'homme (non).
Détermination de l'indemnité.
Pertinence de la méthode multicritères (oui)**

Cass. com. 29 avril 1997, Adam/Sogenal.

Doit être approuvé l'arrêt qui retient qu'en l'absence d'élément nouveau, une même valeur déterminée a pu être retenue pour l'OPR et le retrait obligatoire ; l'indemnité versée aux actionnaires évincés doit être calculée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actif, le cas échéant pondérées. L'obligation faite aux minoritaires de céder leurs actions découle de la loi sur les marchés financiers aux termes de laquelle le transfert de propriété réalisé, dans un cadre légitime d'ordre social, répond à l'utilité publique quand bien même la collectivité dans son ensemble ne se servirait ou ne profiterait pas par elle-même du bien transféré.

L'arrêt de la Cour de cassation dans l'affaire Sogenal était attendu avec beaucoup d'impatience par les praticiens, même si l'issue du litige ne faisait guère de doute. On se souvient que cette affaire a été l'occasion pour les tribunaux de se pencher pour la première fois sur la procédure, à l'époque nouvelle, du retrait obligatoire.

L'insertion dans la réglementation boursière française d'une telle procédure avait, à l'époque, suscité un certain émoi au motif que, pour certains, celle-ci organisait une expropriation pour cause d'utilité privée, violant ainsi non seulement les principes les plus élémentaires du droit des sociétés mais aussi du droit civil et du droit constitutionnel. On connaît en effet l'attachement des français au droit de propriété, et les critiques à l'encontre de cette procédure se sont faites nombreuses. On se souvient que l'affaire remonte à la fin de l'année 1994 lorsque la Société générale, actionnaire prépondérant de la Société générale Alsacienne de banque (Sogenal), elle-même privatisée en 1987, décide de lancer une offre publique d'achat simplifiée pour porter sa participation au-delà de 95 %. Détenant 98,5 % après cette offre, la Société générale procède à une OPR et demande dans le même temps à bénéficier des nouvelles dispositions

sur le retrait obligatoire. La Société générale estime le prix de l'action Sogenal entre 159 et 175 francs. Afin de se garder de toute critique, et sans qu'aucune obligation ne l'y oblige, la Société générale demande à un cabinet d'expert indépendant de donner son appréciation, sous forme d'attestation d'équité, sur l'évaluation des actions Sogenal. Les experts ont estimé équitable un prix de 185 francs par action. Se fondant sur l'approche « multicritères » telle qu'elle résulte de l'article 3-2-7 de son règlement général, le CBV a admis la recevabilité de l'offre et du retrait le 17 janvier 1995 au prix de 185 francs par action. C'est cette décision du Conseil qui a fait l'objet d'un recours en annulation de la part des minoritaires conduits par l'Adam. Après avoir été déboutés devant la cour d'appel (1), les minoritaires forment un pourvoi devant la Cour de cassation.

Les questions posées par les minoritaires à la Cour de cassation peuvent se regrouper en deux catégories : celle relative à la validité même de la procédure du retrait obligatoire, et celle relative au calcul de l'indemnité. Concernant le premier point, on reste surpris de constater comment une telle procédure, si violemment attaquée par ailleurs, n'a jamais fait l'objet d'un recours devant le Conseil constitutionnel. En effet, que ce soit lors du vote de la loi du 31 décembre 1993 mettant en place le retrait obligatoire en insérant cette procédure dans le corps de la loi du 22 janvier 1988, ou lors de celui de la loi du 2 juillet 1996 reprenant les dispositions précitées du fait de l'abrogation de la loi de 1988, aucun recours n'a été intenté devant le juge constitutionnel. Cette question restera donc sans réponse, même si, indirectement, les requérants dans l'affaire Sogenal demandaient bien au juge judiciaire de se prononcer sur ce point. Reprenant leur critique exposée devant la cour d'appel de Paris, les minoritaires estiment que la procédure du retrait obligatoire est contraire aux dispositions de l'article 1^{er} du protocole additionnel de la Convention européenne des Droits de l'homme (CEDH) aux termes duquel « nul ne peut être privé de sa propriété que pour cause d'utilité publique et dans les conditions prévues par la loi et les principes généraux du droit internationaux ». Les requérants estiment qu'alors même que le concept d'utilité publique prévu par la CEDH ne coïncide pas nécessairement avec celui de droit interne d'expropriation pour cause d'utilité publique, il revenait à la cour d'appel de constater l'existence d'une cause d'utilité publique qui n'est pas caractérisée dans le cas du retrait obligatoire. Autrement

dit, les principes posés à l'article premier de la CEDH, dont l'autorité est supérieure à celle de la loi interne, n'autoriseraient que des limitations du droit de propriété qui sont inapplicables en l'espèce puisque la loi française a mis en place une expropriation pour cause d'utilité privée. Après avoir constaté que l'obligation faite aux actionnaires de céder leurs titres «*découle d'un article de la loi sur les marchés financiers*», la Cour de cassation, approuvant la décision de la cour d'appel, rejette le pourvoi des minoritaires en considérant que «*le transfert de propriété, opéré moyennant un prix en rapport avec la valeur du bien, dans un cadre légitime d'ordre social et économique, répond à l'utilité publique quand bien même la collectivité dans son ensemble ne se servirait ou ne profiterait pas par elle-même du bien transféré*». La Cour de cassation reprend donc à son compte l'analyse réalisée en son temps par la cour d'appel de Paris qui avait considéré que «*l'obligation faite aux actionnaires minoritaires de céder leurs actions au groupe majoritaire découle d'une législation sur les sociétés réglant les rapports des actionnaires entre eux et qu'ainsi le transfert de propriété, opéré moyennant un prix en rapport avec la valeur du bien, dans un cadre légitime d'ordre social et économique, répond à l'utilité publique, alors même que la collectivité, dans son ensemble, ne profiterait pas par elle-même du bien transféré*» (2). Voilà de nouveau posé le problème des rapports entre le droit et l'économie. En considérant que la procédure du retrait obligatoire s'inscrit dans un «*cadre légitime d'ordre social et économique*», la présente décision ne permet-elle pas de considérer que le droit boursier est investi, d'une certaine façon, de l'ordre économique de la société ? En d'autres termes, doit-on convenir d'une *lex bursarum*, branche moderne de la *lex mercatoria* ? C'est ce qu'a indiqué à sa manière la Cour de cassation belge dans l'affaire des Wagons-lits pour qui «*l'égalité des actionnaires est étroitement liée à une organisation des marchés financiers qui sont aptes à maintenir la confiance des épargnants*» (3). Dénoncer le retrait obligatoire comme une procédure exorbitante du droit commun, c'est oublier que l'offre publique obligatoire constitue elle-même une exception au droit commun. C'est donc avec raison qu'on a pu dire que la procédure du retrait obligatoire constituait la symétrie de celle de l'OPA : dans ce dernier cas, c'est bien l'acquéreur actionnaire de contrôle qui se trouve obligé d'acheter, alors que dans le premier cas, c'est le vendeur, actionnaire minoritaire, qui se voit obligé de céder ses titres.

Mise à part cette question de principe, la Cour de cassation se prononce pour la première fois sur l'utilisation de la méthode «*multicritères*» dans les opérations de retrait obligatoire en consacrant l'utilisation de cette méthode. Dans sa décision du 16 mai 1995, la Cour de Paris avait considéré que la procédure du retrait obligatoire constituait «*un mécanisme boursier dont le dénouement répond à des règles analogues à celles de l'opération de marché que constitue l'offre publique de retrait*». Elle soulignait ainsi le «*caractère indissociable*» des procédures d'OPR et de retrait obligatoire estimant même que «*l'offre de retrait fait corps avec le retrait obligatoire qui la suit*». Devant la Cour de cassation, les requérants reprennent, dans un premier moyen, la critique déjà formulée devant la Cour de Paris estimant que le lien d'interdépendance qui existe entre l'offre publique de retrait et le retrait obligatoire ne saurait effacer la différence totale de nature juridique entre les deux opérations. L'offre publique de retrait serait fondamentalement une opération de bourse impliquant la conclusion volontaire d'un contrat de cession de

titres et n'exigeant que de s'assurer du caractère «*acceptable*» du prix offert à l'actionnaire vendeur, c'est-à-dire non aberrant par rapport au prix du marché ; au contraire, le retrait obligatoire serait une opération d'expropriation autorisée par la loi mais qui demeure un transfert forcé de propriété moyennant fixation d'une indemnité équitable. Il résulte de cette différence de nature entre les deux procédures que la décision du CBV attaquée serait entachée de nullité pour avoir procédé à une estimation unique de la valeur des titres Sogenal, tant pour l'OPR que pour le retrait obligatoire, au lieu de procéder à une évaluation distincte. C'est donc le calcul même de l'indemnité qui est au centre des débats. En effet, les minoritaires soutiennent que si le calcul de l'indemnité, qui doit respecter le principe de juste indemnisation posé par l'article 545 du Code civil, doit bien tenir compte de plusieurs critères, ceux-ci ne sont pas les mêmes pour le prix du retrait offert et pour l'indemnité de retrait obligatoire. En conséquence, si l'évaluation de la seconde est inférieure au premier, le porteur évincé devrait recevoir une indemnité égale au prix de retrait. La Cour de cassation, après avoir rappelé le contenu de la loi, approuve la cour d'appel d'avoir retenu «*qu'en l'absence d'élément nouveau entre l'offre de retrait et le retrait obligatoire, une même valeur, déterminée par application de la méthode multicritères, a pu être [valablement] retenue pour le prix offert dans la première procédure et l'indemnité fixée dans la seconde*». Le problème vient ici au sens donné à l'indemnité visée dans la procédure de retrait obligatoire. La qualification d'indemnité apportée par le législateur à la contrepartie de la valeur de l'action faisant l'objet d'un retrait obligatoire n'a pas, quant au mode d'évaluation, la portée que lui attribuent les minoritaires. Toute autre solution rendrait inefficace une OPR précédant un retrait obligatoire. Si, en effet, l'indemnité versée lors du retrait obligatoire, en l'absence bien sûr d'éléments nouveaux pouvant affecter la valorisation de la société, devait être supérieure au prix versée lors de l'OPR, le retrait obligatoire apparaîtrait alors comme une «*seconde chance*» laissée aux minoritaires, ce qu'il ne saurait être.

Dans un deuxième moyen, les minoritaires estimaient que le retrait obligatoire ne présente pas pour l'actionnaire minoritaire le caractère d'une cession d'un titre négociable, mais constitue un processus d'exclusion du pacte social ; en conséquence, l'indemnité compensatrice de cette rupture ne pourrait se mesurer à l'aune de la valeur boursière. La cour d'appel avait aussi précisé que l'évaluation prévue par la loi n'était pas fondée sur les critères qu'elle énonçait, mais tenait compte de ceux-ci, ces critères pouvant dès lors être pondérés entre eux. La liste de critères fournie par la loi apparaît ainsi comme purement indicative et «*n'interdit ni le recours à des critères complémentaires dès lors qu'ils sont pertinents ni, à l'inverse, l'affectation d'une pondération nulle ou proche de zéro pour des critères légaux qui ne répondraient pas à ces conditions*». Dès lors, «*la prise en compte de critères non formellement prévus par [la loi] et le rejet de critères retenus par ce texte ne sauraient, en soi, à les supposer même établis, constituer une violation de ce texte de nature à entraîner l'annulation de la décision attaquée que dans la mesure où leur choix et leur application au cas d'espèce ne seraient pas conformes aux principes de l'évaluation "multicritères"*». La Cour de cassation écarte le moyen, et approuve la cour d'appel qui a retenu la pertinence des critères, considérant que la réglementation organisant la procédure de retrait obligatoire «*impose non pas que l'indemnité due aux minori-*

taires évincés par un retrait obligatoire soit égale à la valeur de l'actif net de la société par actions, mais que cette indemnité soit évaluée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actif et en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité».

(1) Paris, 16 mai 1995, *Banque & Droit* n° 41, mai-juin 1995, p. 57, note F. Peltier ; *Rev. Sociétés* 1995, p. 535, note L. Faugérolas ; *RJDA* 1995, chron. p. 646, observ. Viandier ; *Bull. Joly bourse* 1995, § 63, p. 379, obsv. G. Lesguiller.

(2) Paris, 16 mai 1995, préc.

(3) Cass. com. Belge, 10 mars 1994, *Accor/Compagnie internationale des wagons-lits*, *RD Bancaire et bourse* n° 42, mars-avril 1994, p. 86, chron. M. Germain et M.-A. Frison-Roche.

(4) Cf. Paris, 7 et 14 mai 1997, cette chronique, *Banque & Droit* n° 53, mai-juin 1996, p. 40.

(5) Pour un commentaire de ces dispositions, cf. la présente chronique, *Banque & Droit* n° 50, novembre-décembre 1996, p. 34.