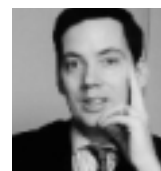


# Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE  
Direction des affaires juridiques  
BNP Paribas  
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE  
Professeur de droit, Paris I

**OPR. Retrait obligatoire. Incidence des procédures pénales en cours. Réexamen à la demande du CMF. Justification de l'opération et respect du principe d'égalité des actionnaires. Respect du principe du contradictoire, du droit de la preuve et de motivation des décisions du CMF. Communiqué d'information dans le cadre d'une OPR suivie d'un retrait obligatoire. Appréciation des éléments par la Cob. Décision faisant grief (oui). Caractère indissociable du retrait obligatoire avec l'OPR (oui). Nécessité d'une note d'information visée par la Cob (non)**

1<sup>re</sup> espèce : Cass. com., 17 juillet 2001, Géniteau/Elyo, arrêt n° 1442 FS-P.

2<sup>e</sup> espèce : Cass. com., 17 juillet 2001, Géniteau/Elyo, arrêt n° 1443 FS-P, voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 814.

1<sup>re</sup> espèce : L'article 4 du Code de procédure pénale n'est pas applicable devant le CMF, ni devant la cour d'appel statuant sur les recours formés contre ses décisions : dès lors, l'existence d'une procédure pénale en cours n'est susceptible d'affecter la recevabilité d'un retrait obligatoire qu'à la condition que cette circonstance soit de nature à affecter un élément de valorisation de la société qui aurait dû être pris en compte pour l'établissement du prix d'offre. Si le respect des principes du contradictoire, du droit de la preuve et de la motivation des décisions s'applique bien au CMF, il revient à la cour d'appel de Paris d'en apprécier la portée.

2<sup>e</sup> espèce : L'appréciation par la Cob de la sincérité et de l'ampleur de l'information donnée dans le communiqué relatif à la mise en œuvre d'une OPR constitue une décision à laquelle est subordonné le démarrage de l'offre et qu'en tant que telle elle constitue une décision faisant grief susceptible de recours. Le retrait obligatoire étant indissociable de la procédure d'OPR, il est soumis aux mêmes conditions d'information. En conséquence, il n'y a pas lieu d'annuler la décision de la Cob pour n'avoir pas exigé une note d'information soumise à son visa.

L'affaire Elyo est enfin terminée après de nombreuses décisions judiciaires qu'elle a suscitées. On se souvient que la société Suez-Lyonnaise des Eaux, qui détenait 98,8 % du capital et 99,1 % des droits de vote de la société Elyo, avait déposé un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire dont la recevabilité avait été accordée par le CMF. Un actionnaire minoritaire de la société, M. Géniteau, invoquant l'irrégularité de la procédure suivie et le caractère arbitraire des méthodes d'évaluation retenues, ainsi que l'absence d'indépendance de l'expert indépendant, avait alors saisi la cour d'appel de Paris en annulation de la décision du CMF. La cour, dans un arrêt du 3 juillet 1998, écartait l'ensemble des moyens invoqués par l'actionnaire minoritaire<sup>1</sup>. La cour avait également été sollicitée par le même actionnaire dans le cadre d'un recours contre la décision de la Cob qui avait porté une appréciation positive sur le communiqué diffusé et soumis à son appréciation. Dans une décision rendue le même jour que pour le premier arrêt, les juges du fond avait décidé de renvoyer pour réexamen le recours formulé afin de déterminer si une telle décision faisait grief au requérant<sup>2</sup>. A la suite de cet arrêt et dans une nouvelle décision rendue le 3 novembre 1998<sup>3</sup>, la cour de Paris estimait, d'une part que le communiqué d'information diffusé à l'occasion d'une OPR suivie d'un retrait obligatoire peut faire l'objet d'un recours devant la cour d'appel, et d'autre part, que le retrait obligatoire étant indissociable de la procédure d'OPR, il ne nécessitait pas l'établissement d'une note d'information visée par la Cob. Ce sont la première et la dernière de ces décisions qui font l'objet d'un commentaire commun, la chambre commerciale de la Cour de cassation ayant rendu ses décisions le même jour pour chacun des deux pourvois.

• La première espèce, tout comme la seconde, comprend tant des éléments de procédure que de fond. En ce qui concerne les premiers, le requérant estimait que

le CMF aurait dû surseoir à statuer dans la mesure où les conséquences de l'existence de procédures pénales en cours engagées à l'encontre des dirigeants de la société étaient de nature à influencer sur l'évaluation de celle-ci, en particulier sur la valeur des actifs et le montant des bénéfices réalisés. On se souvient que dans la décision d'appel, les magistrats avaient écarté l'application du principe selon lequel «*le criminel tient le civil en l'état*» au motif que le CMF n'étant pas une juridiction, l'article 4 du Code de procédure pénale n'est pas applicable<sup>4</sup>. M. Géniteau contestait le fondement de la décision de la cour d'appel, notamment l'absence de certitude de l'existence du préjudice. La Cour de cassation confirme en tout point l'arrêt d'appel tant sur le principe que dans son application : «*Attendu, en premier lieu, que la cour d'appel qui a décidé exactement que les dispositions de l'article 4 du Code de procédure pénale ne sont pas applicables devant le CMF habilité à prendre des décisions constituant des actes administratifs, ni devant la cour d'appel statuant sur les recours formés contre ces décisions, a retenu à bon droit qu'aucune possibilité de surseoir à statuer n'était prévue par [...] le règlement général du CMF, ni par les dispositions du décret du 3 octobre 1996. Attendu, en second lieu, qu'après avoir énoncé que l'existence d'une procédure pénale en cours n'est susceptible d'affecter la recevabilité d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire qu'à la condition que cette circonstance soit de nature à affecter un élément de valorisation de la société qui aurait dû être pris en compte pour l'établissement du prix d'offre, la cour d'appel a souverainement apprécié, par une décision motivée, qu'il n'était pas établi que tel était le cas en l'espèce*». Sont ainsi confirmées à la fois l'inapplicabilité du principe selon lequel le criminel tient le civil en l'état aux décisions du CMF, et la possibilité pour ce dernier de tenir compte dans la valorisation de la société objet de l'offre, de circonstances financières défavorables dues aux instances judiciaires en cours (y compris pénales).

- Le second moyen de procédure tenait au respect des principes du contradictoire, du droit de la preuve et du droit à la motivation devant le CMF. M. Géniteau estimait en effet que ces principes n'avaient pas été respectés dans la mesure où la cour d'appel avait refusé de faire droit à sa demande de communication de la décision de délibéré par le CMF, du procès-verbal du même conseil ayant examiné la recevabilité de l'offre de retrait et d'une manière générale de toutes les données prises en compte dans les diverses évaluations mentionnées dans les documents remis au CMF pour justifier le prix de l'action Elyo. La cour écarte l'ensemble du moyen considérant «*qu'après avoir énoncé que la production des dossiers complets des séances des 6 et 14 mai 1998 a permis à M. Géniteau de connaître les éléments qui ont été examinés par le CMF et qui l'ont amené à prendre la décision déferée, l'arrêt retient que l'extrait du procès-verbal du 14 mai 1998 paraphé du président, indiquant le nom des membres présents à la séance et de ceux n'ayant pas pris part aux délibérations en application des dispositions de l'article 30 de la loi du 2 juillet 1996, permet de vérifier le respect des règles prescrites pour les délibérations du Conseil, et que la décision publiée comporte l'exposé des éléments de fait relatifs à l'opération examinée, le visa des*

*textes qui en constituent le fondement ainsi que l'énoncé des raisons ayant conduit à recevoir l'offre publique en cause, mettant ainsi M. Géniteau en mesure de connaître l'entière motivation*». Ainsi, la cour reconnaît la possibilité à toute personne intéressée d'invoquer le droit de la preuve, non pas au niveau de la procédure d'examen devant le CMF qui n'est pas une juridiction, mais devant la cour d'appel de Paris au titre des articles 11 et 142 et suiv. du Nouveau code de procédure civile. S'agissant du principe de motivation, celui-ci s'est imposé très vite pleinement aux décisions du CBV sous la pression de la jurisprudence<sup>5</sup>, et ce, en dépit des dispositions de la loi du 11 juillet 1979 qui n'en imposent le respect que pour les décisions défavorables et dont il n'est pas certain que les dispositions s'appliquent à une autorité administrative professionnelle. Or, c'est bien à titre général que l'exigence de motivation des décisions du CBV puis du CMF a été reconnue par la jurisprudence. Cette motivation ne respecte pas pour autant les formes qu'empruntent celles des tribunaux, la cour d'appel de Paris restant toujours seule juge de la qualité de la motivation. Dans la présente décision, la Haute juridiction confirme les solutions antérieures prises par la cour d'appel de Paris dans deux autres affaires aux termes desquelles la publication du résumé de la décision prise par le CMF doit être considérée comme suffisante, refusant la production du texte intégral de la décision tel qu'il résulte du procès-verbal<sup>6</sup>.

- Le troisième moyen portait lui aussi sur le respect du principe du contradictoire. M. Géniteau estimait que le refus du CMF de l'entendre dans sa formation plénière et de lui communiquer les documents soumis au CMF par l'expert indépendant violait ce principe général du droit applicable au CMF. En effet, si le requérant ne contestait pas avoir été bien reçu par les services du CMF, il considérait que cette réunion ne permettait pas de respecter le principe du contradictoire dans la mesure où les préposés du Conseil n'ont pas de pouvoir décisionnel qui appartient au collège seul. Tout comme devant la cour de Paris, la Cour de cassation rejette le moyen en reprenant l'argumentation des juges du fond : «*[...] si aux termes de l'alinéa 9 de l'article 27 de la loi du 2 juillet 1996, le Conseil peut entendre des personnalités qualifiées préalablement à ses délibérations, les dispositions de ce texte, qui lui offrent une faculté d'audition pour l'instruction des affaires, ne lui imposent pas d'entendre en séance tous les actionnaires minoritaires qui en feraient la demande, ni de leur communiquer les documents relatifs au projet d'offre publique, le respect de leurs droits étant assuré par le recours qui leur est ouvert devant la cour d'appel*».

- Si le quatrième moyen invoqué par M. Géniteau ne mérite pas de s'y attarder (le CMF aurait dû réaliser une nouvelle publication de l'avis de dépôt du projet d'offre du fait d'un réexamen à la demande du CMF), le cinquième et dernier moyen est un nouvel essai de contester devant les tribunaux de l'ordre judiciaire la légalité de la procédure de retrait obligatoire. M. Géniteau estimait que la motivation de l'expropriation des actionnaires minoritaires au titre de «*l'intérêt général du bon fonctionnement du marché*» doit s'analyser comme une expropriation d'utilité privée et non

publique. En outre, et alors même que le caractère d'utilité publique puisse être retenu, il considérerait que le CMF doit au cas par cas motiver en quoi le retrait obligatoire est conforme à l'intérêt général et que sa mise en œuvre n'est pas uniquement dictée par les intérêts propres des actionnaires majoritaires. Une nouvelle fois, la Cour de cassation rejette un tel moyen en approuvant la cour d'appel d'avoir « constaté que le transfert de propriété avait lieu dans des conditions ayant été définies par la loi pour satisfaire à des fins d'intérêt général et qui assurent l'indemnisation effective des actionnaires minoritaires [...] ». Dès lors, le CMF n'a pas à justifier *in concreto* de l'utilité publique de l'opération. Il est frappant de constater que huit années après son introduction dans notre droit, la procédure du retrait obligatoire fait toujours l'objet d'une contestation vigoureuse dans son principe par certains. Outre un débat sur le fond qu'il n'est pas possible de reprendre ici, l'une des difficultés tient au fait que la constitutionnalité de la procédure du retrait obligatoire n'a jamais été analysée par le Conseil constitutionnel, la loi du 31 décembre 1993 portant création de cette procédure tout comme celle du 2 juillet 1996 lors de son insertion dans la loi MAF n'ayant pas été déférées devant le Conseil constitutionnel. Ce point a été remarqué par un parlementaire qui a demandé, à deux reprises, le retrait de cette disposition au motif qu'elle était contraire non seulement à l'article 17 de la Déclaration des Droits de l'homme et du citoyen par lequel la propriété est un droit inviolable et sacré et à l'article 545 du Code civil. Il lui a été répondu que la procédure du retrait obligatoire participait à l'ordre public économique, et qu'à ce titre, elle justifiait d'une dérogation à ces principes <sup>7</sup>. La présente espèce commentée n'apporte aucun élément nouveau dans le débat et constitue une réaffirmation de la solution déjà dégagée par la Cour de cassation dans le cadre de l'affaire Sogenal <sup>8</sup>.

• Dans la deuxième espèce, le demandeur estimait que la Cob avait l'obligation de surseoir à statuer en présence de procédures pénales de nature à influencer sur l'évaluation de la société. Toutefois, avant d'aborder cette question, il était contesté le droit pour M. Géniteau de former un recours en annulation d'un acte administratif, alors qu'en l'espèce, le contenu du communiqué d'information n'aurait produit aucun effet juridique à l'égard du requérant et conditionnait uniquement, à titre préparatoire, la décision de mise en œuvre des opérations de retrait. La cour retient toutefois le droit pour M. Géniteau de contester la régularité du communiqué dans la mesure où la Commission doit en apprécier la sincérité et l'ampleur de l'information donnée (même dépourvue d'un visa), et « qu'à ce titre elle affecte la situation, les droits et obligations des actionnaires minoritaires », constituant dès lors une décision faisant grief susceptible de recours. Il ne s'agit ici que de la confirmation d'une solution déjà retenue par ailleurs pour un communiqué établi par la Cob aux termes de laquelle le juge doit aller au-delà de l'aspect formel pour qualifier un document d'un acte administratif faisant grief en décidant que « le recours ouvert devant l'ordre judiciaire vis[e] toute décision au sens matériel et non seulement formel » <sup>9</sup>. Ce point réglé, le requérant considérerait que, tout comme le CMF, la Cob devait surseoir à statuer lorsqu'en présence de procédures pénales instruites en parallèle contre les dirigeants de la société, les conséquences civiles

(dommages-intérêts, d'une part, rectifications comptables, d'autre part) d'une condamnation pénale seraient de nature à influencer sur l'évaluation de la société. Contrairement à la première espèce qui répond à ce moyen, la cour l'écarte dans la deuxième espèce pour défaut de procédure, le demandeur n'étant pas recevable à déposer pour la première fois devant la Cour de cassation le moyen qui n'est exposé ni dans la déclaration de recours ni dans le mois suivant le dépôt de celui-ci. Même si la Cour de cassation n'a pas pu se prononcer sur ce moyen, la réponse apportée en ce qui concerne le CMF peut être transposée au cas de la Cob, l'un comme l'autre étant des autorités administratives non juridictionnelles.

• Sur le fond, le débat portait sur le support de l'information financière en matière de retrait obligatoire. M. Géniteau contestait, en présence d'une procédure de retrait obligatoire, l'existence d'un simple communiqué et non d'une note d'information. En présence d'un retrait obligatoire, la Cob peut exiger soit un simple communiqué, soit une véritable note d'information soumise à son visa. Lorsque l'offre de retrait est fondée sur la mise en œuvre d'une procédure à l'initiative d'un minoritaire ou du groupe d'actionnaires majoritaires, l'article 20 du règlement Cob 89-03 prévoit la publication d'un simple communiqué par la personne chargée de la garantie de cours ou de la faculté de retrait, communiqué qui doit être publié au plus tard la veille de la procédure. Lorsque par contre l'offre de retrait trouve sa source dans la transformation de la société en commandite par actions ou en cas de modifications statutaires significatives, de cession de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression de toute rémunération des titres de capital de la société, l'article 21 du règlement Cob précité permet à la Cob d'exiger une note d'information soumise à son visa. En l'espèce, l'offre de retrait effectuée par la société Suez-Lyonnaise des Eaux visant les actions Elyo ressortait du champ d'application de l'article 20 du règlement Cob, et non de l'article 21, et donc ne justifiait pas de l'exigence d'une note d'information visée. Or, M. Géniteau estimait que d'une manière générale en présence d'une procédure de retrait obligatoire et quelle que soit l'origine de celui-ci, une note d'information et non un simple communiqué doit être soumis au visa de la Cob. L'argument soulevé portait sur l'absence de disposition spécifique du règlement Cob quant au retrait obligatoire, ce règlement ne mentionnant que les seuls cas d'OPR. En conséquence, en l'absence de telles précisions, l'information fournie aux actionnaires expropriés devrait être au moins égale à celle accordée à tout actionnaire dans une opération financière (OPA volontaire ou obligatoire, introduction en bourse, cession de titres sur le marché, augmentation de capital...). Autrement dit, l'exigence d'un simple communiqué ne permettrait pas une bonne protection de l'épargne. La cour, approuvant là encore les juges du fond, écarte le moyen en considérant « qu'en l'absence de disposition légale contraire, c'est à bon droit que l'arrêt énonce que la procédure de retrait obligatoire, indissociable de la procédure d'offre publique de retrait, se trouve soumise aux mêmes conditions d'information que celles qui sont exigées dans le cadre de cette procédure par l'article 20 du règlement n° 89-03 de la Cob ». C'est donc le caractère indissociable du retrait obli-

gatoire par rapport à l'OPR qui justifie pour la cour la solution retenue. Si celle-ci, en l'état actuel des textes, ne peut pas être contestée, il est symptomatique de constater que le projet de réforme du règlement Cob n° 89-03 prévoit l'exigence d'une note d'information visée par la Cob dans tous les cas d'OPR, donnant raison sur le fond aux prétentions de M. Géniteau. Si celui-ci ne peut se satisfaire d'avoir eu gain de cause en l'espèce, il peut toutefois s'enorgueillir d'avoir contribué, une nouvelle fois, à modifier la réglementation boursière dans le sens d'une plus grande protection des actionnaires.

<sup>1</sup> Paris, 3 juillet 1998, Géniteau/Lyonnaise des Eaux ; 2<sup>e</sup> espèce : *Banque & droit* juill.-août 1998, n. 60, p. 32, note H. de Vauplane ; *Bull. Joly Bourse*, 1998, p. 636, § 137, note A. Couret ; *Rev. sociétés* 1999, p. 125, note J.-J. Daigre.

<sup>2</sup> Paris, 3 juillet 1998, Géniteau/Lyonnaise des Eaux ; 1<sup>re</sup> espèce : *Banque & droit* juill.-août 1998, n. 60, p. 32, note H. de Vauplane ; *Rev. sociétés* 1999, p. 125, note J.-J. Daigre.

<sup>3</sup> Pour l'arrêt d'appel, cf. Paris, 3 novembre 1998, Géniteau/Lyonnaise des Eaux : *Bull. Joly Bourse* 1999, § 9, p. 74, note A. Couret.

<sup>4</sup> Paris, 3 juillet 1998, Géniteau/Lyonnaise des Eaux : *Banque & droit* juill.-août 1998, n. 60, p. 32, note H. de Vauplane : «*Considérant que l'existence d'une procédure pénale n'est susceptible d'affecter la recevabilité d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire que si la preuve est rapportée que cette circonstance constituerait un élément de valorisation de la société qui aurait dû être pris en compte pour établir le prix auquel l'offre est libellée. Qu'en l'espèce, non seulement la réalisation des infractions alléguées est dénuée de certitude, mais encore, l'existence d'un préjudice subi par la société est incertaine et la solvabilité des dirigeants de la société Elyo hypothétique*». En conséquence, en l'absence d'avoir démontré l'influence des procédures pénales en cours sur l'évaluation actuelle de la société Elyo et des «*conséquences irréversibles causées aux actionnaires minoritaires*» par le retrait obligatoire, il n'y avait pas lieu d'annuler la décision.

<sup>5</sup> Paris 13 juillet 1988, Holophane : *JCP E* 1988, II, 15337, note Forsbach ; *Bull. Joly* 1988, n. 224, p. 682, note Sexer ; *Gaz. Pal.* 1989, 1, 15, note Douvreur et J.-P. Marchi ; *D.* 1989, 160, note P. Le Cannu.

<sup>6</sup> Paris, 7 juillet 1995 (affaire Banque Colbert) : «*considérant que toute décision doit être motivée, dès lors que, consacrant au profit d'une personne ou lui refusant l'exercice d'un droit, d'un avantage ou d'une prérogative, elle est soumise à un contrôle organisé de sa légalité ou de son opportunité*» : *Bull. Joly Bourse* 1995, § 89, p. 517, note H. de Vauplane ; Paris, 24 juin 1991 (affaire Nouvelles Galeries) : la décision publiée doit être considérée comme suffisante même «*s'il eût été préférable que la décision en cause comprenne, en elle-même, l'énoncé complet des éléments de fait et le visa explicite des textes qui en constituent le fondement*» : *Bull. Joly* 1991, p. 810.

<sup>7</sup> Marsaudon, Rép. min. n. 28826 du 31 juill. 1995, *JOAN Q*, 8 janv. 1996, p. 149 ; Marsaudon, Rep. min. n. 10389, *JOAN Q*, 8 février 1999, p. 771.

<sup>8</sup> Cass. com., 29 avr. 1997 (affaire Sogénal) : «*L'obligation faite aux actionnaires minoritaires de céder leurs actions au groupe majoritaire découle d'un article de la loi sur les marchés financiers réglant les rapports entre actionnaires de sociétés dont les titres sont cotés sur un marché réglementé et en déduit 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*» : *RD bancaire et bourse* n. 61, mai-juin 1997, p. 120, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *D. affaires* n. 22, 5 juin 1997, p. 692 ; *Bull. Joly Bourse* 1997, § 43, p. 391, note L. Faugérolas ; *Banque & droit*, n. 54, juill.-août 1997, p. 32, note H. de Vauplane.

<sup>9</sup> Paris, 15 janvier 1993 (aff. Derveloy) : *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 149, note Viandier.