

Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

OPA - Prise de contrôle indirecte - Procédure simplifiée - Franchissement du seuil de 50 % - Détermination du prix de l'offre - Application de la méthode multicritère (oui) - Application du prix par transparence (oui) - Application de la moyenne pondérée de 60 jours de bourse (non)

Paris, 13 novembre 2001, Koerling-Joulin et autres/Expand ;
voir également H. de Vauplane et J.-P. Bornet, «Droit des marchés
financiers», Litec, 3^e éd., 2001, § 804 et suiv. p. 746.

L'acquisition conduisant à la prise de contrôle indirecte d'une société cotée conduit à mettre en œuvre une procédure d'offre simplifiée visée à l'article 5-5-2 du règlement général du CMF, et ainsi à soumettre le prix de l'offre à l'analyse multicritères prévue à l'article 5-1-9 du règlement précité, assortie d'un minimum défini par référence à une moyenne pondérée des cours de bourse, le CMF pouvant toutefois déroger à ce principe pour fixer un prix inférieur à ce plancher.

Quel doit être le prix de référence pour désintéresser les actionnaires minoritaires d'une société cotée en cas de prise de contrôle indirecte de celle-ci à la suite de l'acquisition d'un bloc de contrôle d'une société intermédiaire (non cotée) dont le seul actif est constitué des titres de la société cotée ? Le prix d'acquisition du bloc constitue-t-il par transparence le critère principal d'appréciation, ou bien doit-on retenir un autre critère ? La réponse à cette question réside dans l'articulation des dispositions du règlement général du CMF entre celles relatives aux offres publiques obligatoires et celles applicables aux offres simplifiées. Autrement dit, le prix de référence doit-il être calculé par application de la méthode multicri-

tères, ou bien doit-on écarter celle-ci au profit d'une moyenne pondérée des cours de bourse ? Une telle distinction trouvera tout son intérêt lorsque le cours de bourse se trouve être supérieur à l'analyse multicritères, comme c'était le cas dans l'affaire commentée selon l'analyse des requérants.

En l'espèce, la société StudioCanal s'était fait consentir le 10 février 2000 une promesse de vente sur la totalité des actions de la société cotée Expand détenues par la société Finexpand, promesse pouvant être exercée par anticipation entre le 1^{er} novembre 2000 et le 31 mars 2001 dans le cadre d'un apport ou d'une dation en paiement par remise d'actions StudioCanal rémunérant l'apport des actions Expand faisant l'objet de la promesse. Le 30 janvier 2001, StudioCanal a annoncé avoir procédé à une notification préliminaire d'exercice de cette promesse, ayant pour effet de mettre en œuvre la procédure d'expertise du prix des actions Expand servant à la détermination de la parité d'échange. Toutefois, le 15 juin 2001, les actionnaires de la société Finexpand ont signé un accord par lequel ils cédaient à StudioCanal la totalité de leurs actions Finexpand, sur la base d'une valorisation de 55 euros par actions, privant ainsi d'effet la promesse de vente sur les titres Expand et la notification de levée effectuée quelques mois plutôt. En conséquence de cet accord, la société StudioCanal s'est trouvée détenir directement et indirectement, par l'intermédiaire de la société Finexpand, 51,66 % du capital et 59,38 % des droits de vote de la société Expand.

Nous ne nous étendons pas sur le premier moyen formulé par les requérants aux termes duquel ceux-ci reprochent à StudioCanal d'avoir délaissé son droit de lever son option d'achat, contrairement aux informations communiquées au marché, pour la réalisation d'une opération différente à celle conclue le 10 février 2000. La

Cour confirme l'analyse traditionnelle selon laquelle lorsqu'elle est saisie pour examiner la légalité d'une décision de recevabilité d'une offre publique, sa juridiction « ne peut porter sur l'examen de l'application ou du non-respect des conventions d'actionnaires précédemment conclues entre les parties (...) qu'il n'est ni du pouvoir du Conseil, ni de la compétence de la Cour statuant sur les recours formés contre ses décisions, de se prononcer sur les violations éventuelles d'obligations dont les sanctions de droit privé n'entrent pas dans les mesures que l'autorité de marché habilitée à prendre par application [du code monétaire et financier] et de son règlement général » (cf. ci-dessus les observations dans le cadre de l'arrêt du 23 octobre 2001).

Plus fondamentalement, les minoritaires contestaient la recevabilité de l'offre publique simplifiée déposée par StudioCanal, et plus précisément son prix de 55 euros qui correspondait, par transparence, au prix payé par StudioCanal pour l'achat des titres de la société Finexpand dont elle constituait l'unique actif, et ce, sans s'être prononcé sur l'incidence des dispositions de l'article 5-3-4 du règlement général du CMF¹, mettant ainsi la Cour, selon les requérants, dans l'impossibilité d'exercer son contrôle sur la légalité de la décision du CMF. Le problème posé à la Cour était donc celui de l'articulation des dispositions relatives aux offres publiques obligatoires dans leur procédure normale et celles relatives aux offres publiques simplifiées, notamment en ce qui concerne la détermination du prix de l'offre. Selon les requérants, l'application des dispositions de l'article 5-3-4 du règlement général du CMF impose un prix minimum calculé par référence au cours de bourse, sauf accord du CMF, ce qui, en l'espèce, devait conduire ce dernier à fixer un prix d'offre à 60 euros correspondant à la moyenne pondérée des cours pendant les 60 jours de bourse précédant la date du communiqué annonçant la réalisation imminente de la cession. La difficulté résidait ainsi dans l'interprétation de l'article 5-3-4 du règlement du CMF. Si celui-ci renvoie bien au principe de valorisation par une approche multicritères posée par l'article 5-1-9 (« sous réserve des dispositions de l'article 5-1-9 ») pour calculer le prix de l'offre simplifiée, il prévoit aussi que ce prix ne peut être inférieur à la moyenne des cours des 60 derniers jours de bourse, sauf accord du CMF. Quelle portée accorder à cette dérogation du CMF ? Comment le Conseil doit-il justifier de sa décision de dérogation ? Après avoir justement rappelé que l'opération litigieuse rentrait bien dans le cadre des offres publiques obligatoires visées à l'article 5-5-2 du règlement du CMF, et plus précisément en l'espèce aux dispositions relatives aux offres simplifiées dans la mesure où le seuil de la moitié du capital et des droits de vote avait été franchi, la Cour considère « qu'il résulte de ces dispositions qu'en matière d'offre simplifiée, le principe est que le prix offert par l'initiateur doit être apprécié au regard d'une analyse multicritères telle que prévue par l'article 5-1-9 du règlement général, assortie d'un minimum défini par référence à une moyenne pondérée des cours de bourse ; que ce principe comporte toutefois une dérogation nécessitant l'accord motivé du Conseil, et portant uniquement sur la possibilité de fixer un prix inférieur à ce prix plancher ». Autrement dit, en matière d'offre publique de fermeture – quelle que soit la détention initiale du capital ou des droits de vote par l'initiateur –, le prix doit être analysé selon la

méthode multicritères, laquelle retient d'ailleurs comme élément le cours de bourse ; le prix résultant de cette analyse ne peut être inférieur à la moyenne des cours des 60 jours de bourse² ; le CMF peut toutefois, à la demande de l'initiateur, fixer un autre prix que celui résultant de cette moyenne, celle-ci constituant un prix plancher ; lorsque tel est le cas, le CMF doit justifier au regard des circonstances d'espèces sa dérogation. Notons que selon le CMF, si le prix de référence avait été celui calculé en application de la moyenne des cours de bourse, la moyenne à retenir aurait été celle de la période avant l'annonce de la notification préliminaire d'exercice par StudioCanal de l'option d'achat intervenue le 29 janvier 2001, les cours postérieurs à cette stade étant susceptibles selon le Conseil d'intégrer les effets de cette annonce ; or, à cette date, la moyenne des 60 derniers jours de bourse pondérée par les volumes était inférieure à 55 euros³ ! Au cas présent, la Cour approuve le CMF dans sa démarche, estimant que le Conseil a bien motivé sa décision lui permettant l'éviction de la règle du « prix plancher ». En effet, selon le CMF, le prix d'acquisition du bloc de contrôle constitue une « référence majeure dès lors qu'elle est corroborée par l'analyse multicritères »⁴, et aucune autre transaction connexe n'existait justifiant de remettre en cause cette référence. En d'autres mots, dès lors que des parties se sont accordées sur le prix d'un bloc, celui-ci devient la seule référence pertinente, les autres critères ne retenant que des éléments comptables, financiers ou boursiers : le prix de transaction intégrant tous ces éléments, il s'agit donc du « juste prix »⁵.

¹ Art. 5-3-4 : « Si l'offre publique est une offre publique d'achat résultant de l'application du paragraphe a) de l'article 5-3-2 et sous réserve des dispositions de l'article 5-1-9, le prix stipulé par l'initiateur de l'offre ne peut être inférieur, sauf accord du conseil, au prix déterminé par le calcul de la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours de bourse précédant la publication de l'avis de dépôt du projet d'offre publique ».

² Cf. par exemple CMF, décision n° 201C1356 du 15 novembre 2001, Infosources.

³ CMF, décision n° 201C0867 du 13 juillet 2001, Expand.

⁴ Cf. CMF, décision n° 201C0867 du 13 juillet 2001, Expand ; le Conseil poursuit en indiquant que « cette référence au prix d'acquisition du contrôle est par construction inexistante en cas d'offre spontanée déposée par l'actionnaire majoritaire historique d'une société en application de l'article 5-3-2 a) du règlement général ; il ne serait pas pertinent en situation d'offre publique obligatoire résultant d'une transaction ayant pour effet le franchissement du seuil du tiers, d'appliquer ou non les dispositions de l'article 5-3-4 selon que la détention après ce franchissement de seuil soit supérieur ou non à 50 % du capital ou des droits de vote ».

⁵ Pour un autre cas où le CMF a retenu le prix par transparence, cf. Décision CMF n° 201C1331 du 5 novembre 2001, Coala.