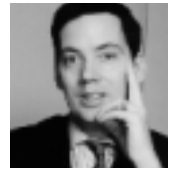


Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Vice-président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

Retrait obligatoire. Evaluation des titres. Contrôle par le CMF et le juge

CA Paris, 1^{re} H, 17 décembre 2000 ; voir aussi «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 814 et suivants.

Le CMF doit apprécier si le prix proposé est juste et équitable en fonction de critères connus, exacts, objectifs, significatifs, multiples et, ce qui est nouveau, pertinents.

Les contestations de l'évaluation des titres dans le retrait obligatoire se succèdent et ne sont pas plus couronnées de succès les unes que les autres, même si les meilleurs spécialistes se font les hérauts des minoritaires (1). L'arrêt rendu par la 1^{re} chambre H. de la cour d'appel de Paris le 19 décembre 2000, sous la présidence de Madame Kamara, dans l'affaire de la Société commerciale des eaux minérales du Bassin de Vichy, en est une illustration supplémentaire (2). En l'espèce, les minoritaires contestaient les méthodes employées et prétendaient que le contrôle du CMF avait été insuffisant. Ils perdent sur tous les terrains.

La cour commence par rappeler le cadre juridique général de l'intervention du CMF. Selon la formule déjà rodée par la même cour, le conseil «doit apprécier si l'initiateur propose une indemnisation juste et équitable des actionnaires minoritaires, résultant de l'évaluation pertinente de la société par application de critères connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples, même s'ils ne sont pas prévus par le législateur dès lors qu'ils sont de nature à conduire à une estimation équitable et légitime de l'entreprise». Ce faisant, elle signifie à nouveau que sa mission n'est pas directement de dire si le prix retenu est le bon, mais si le CMF a correctement exercé son contrôle. C'est uniquement au travers de cette mission qu'elle peut dire son mot quant au prix. La cour n'est pas un technicien des questions financières, n'a pas vocation à l'être et ne peut se substituer à l'autorité de marché pour procéder à l'examen d'une question d'évaluation (3). Ce n'est pas là distinction byzantine ou théorique, cela signifie que la cour n'a pas à s'employer à déterminer le bon prix mais à vérifier si le prix agréé par le CMF est acceptable. Or, le carac-

tère acceptable du prix doit être apprécié par le CMF, puis par la cour, au regard de la mission légale confiée au premier par la loi, qui est d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés, rien de plus, rien de moins (4).

Dans cet esprit, la jurisprudence est venue plusieurs fois donner des précisions, en particulier dans l'affaire Sogénal (5), qui sont rappelées par le présent arrêt : l'évaluation de la société doit être réalisée par application de critères connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples et doit permettre une indemnisation juste et équitable des minoritaires. L'objectif est donc confirmé, une indemnisation équitable des actionnaires ; le moyen l'est également, une approche multicritère. La directive jurisprudentielle a néanmoins tendance à se préciser. Ainsi que le rappelle opportunément Alain Viandier (6), à l'origine la jurisprudence n'annulait les décisions du Conseil qu'en cas d'erreur manifeste, et ce n'est que depuis un arrêt Chevillot du 16 juin 1993 qu'elle a écarté le qualificatif «manifeste» et élargi son contrôle (7). Il rappelle également qu'elle s'est engagée dans un contrôle – limité – de l'appréciation en opportunité de la valeur donnée aux titres en insistant sur les caractères «juste et équitable» de l'indemnisation qui doit être offerte aux minoritaires, ce qui tranche avec l'approche comptable retenue par la loi de 1996 (art. 33-4°) (8). Le présent arrêt, tout en reprenant à l'identique la formule désormais habituelle, en particulier depuis l'arrêt Elyo du 3 juillet 1998 (9), ajoute un qualificatif nouveau à propos de l'évaluation, dont il précise qu'elle doit être «pertinente», ce qui résume bien l'objectif et les critères de l'évaluation, sans imposer d'exigence supplémentaire.

Descendant d'un degré dans la problématique de l'évaluation des titres et s'intéressant à sa mise en œuvre, la cour rappelle qu'il n'appartient pas au CMF de vérifier la sincérité des données comptables fournies par l'auteur de l'offre, à partir desquelles ont été appliquées les méthodes retenues, ce qu'elle avait déjà jugé, également dans l'affaire Elyo (10), affirmation acceptable car en cohérence avec la mission confiée au Conseil par la loi. Mais, si les minoritaires démontraient ou, à tout le moins, apportaient

un début de preuve du caractère manifestement non sincère d'une donnée comptable ayant servi de base aux évaluations, que devrait faire la cour ? Sans doute pourrait-elle nommer un expert judiciaire et, si celui-ci confirmait l'insincérité des données comptables et leurs conséquences préjudiciables pour les minoritaires, pourrait-elle s'engager dans une annulation de la décision de recevabilité du CMF.

Enfin, la cour descend jusqu'à la hauteur des méthodes appliquées. Si l'on excepte les purs problèmes de fait, on retiendra simplement qu'elle confirme le caractère objectivement pertinent de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, ce qui rassurera les évaluateurs professionnels. Elle confirme également qu'un exercice comptable et une transaction antérieure peuvent être exceptionnellement écartés, en raison du fait, pour le premier, que ses résultats étaient inhabituels par rapport aux autres exercices et n'étaient donc pas pertinents et du fait, pour la seconde, qu'elle était trop antérieure et ne pouvait plus servir de comparaison utile. Enfin, l'arrêt rappelle opportunément que toutes les méthodes imaginables ne sauraient être appliquées et que les minoritaires ne sauraient se plaindre de ce que seules ont été retenues les plus habituelles, dès lors, là encore, qu'elles sont pertinentes. ■

(1) D. Schmidt, "Les conflits d'intérêts dans la société anonyme", *Joly Editions*, 1999, spéc. p. 112 et s.

(2) Voir la chronique de M. D'Orazio à la *Bull. CMF* n° 35, février 2001, p. 84 et s.

(3) G. Canivet, "Le juge et l'autorité de marché", *RJC* 1992, p. 200.

(4) Loi du 2 juillet 1996, art. 33.

(5) Com. 29 avril 1997, affaire Sogénal : D. 1998, p. 334, note M.-A. Frison-Roche et M. Nussenbaum.

(6) A. Viandier, "OPA ; OPE et autres offres publiques", *Edition Francis Lefebvre*, 1999, n° 2795, p. 471.

(7) CA Paris, 16 juin 1993, affaire Chevillot : *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 590, note L. Faugérolas.

(8) A. Viandier, ouvrage précité, n° 2795, p. 472.

(9) CA Paris, 3 juillet 1998, affaire Elyo : *JCP éd. G.* 1999, II, 10008, note J.-J. Daigre.

(10) CA Paris, 3 juillet 1998, affaire Elyo, prec.