

Chronique *financière* *et boursière*



Hubert de Vauplane
Direction
des affaires juridiques
Paribas

Jurisprudence et décisions administratives

Offre publique d'achat.

1^{re} espèce : sursis à exécution (oui).

2^e espèce : recevabilité. Contestation du prix.

Annulation de la décision du CMF (non).

■ 1^{re} espèce : Paris, Ord. Pdt. du 6 octobre 1999, Prouvost/Sovabail et Immobilail.

■ 2^e espèce : Paris, 16 décembre 1999, Prouvost/Sovabail, et Immobilail ; voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 71 et 795.

Lors d'une offre publique d'achat, le Conseil apprécie le prix d'offre proposé par l'initiateur en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée ; son contrôle doit viser, par l'application de critères connus, exacts, objectifs et multiples, à déterminer un juste prix, en affectant chacun des éléments des pondérations appropriées à l'espèce, de nature à conduire à une évaluation équitable et légitime de l'entreprise.

Les 24 et 27 septembre 1999, deux recours avaient été déposés devant la cour d'appel de Paris par des actionnaires de la société Immobilail (non seulement des actionnaires individuels, mais aussi des sociétés industrielles et des Opvcv, ce qui est plus rare) visant à l'annulation de la décision de recevabilité du CMF (décision n° 199c1318 du 15 septembre 1999) du projet d'offre publique d'achat émis par Sovabail (2^e espèce), assortis d'une requête afin d'obtenir le sursis à exécution de la décision du CMF (1^{re} espèce).

Concernant la première espèce, de façon désormais classique en telle situation, le CMF a demandé à la cour de lui donner acte de ce qu'il s'engage dans l'intérêt du marché et à titre conservatoire à proroger la procédure d'OPA de Sovabail visant les titres d'Immobilail, en sorte que la clôture intervienne au moins huit jours après le prononcé de l'arrêt de la cour d'appel de Paris sur les recours formés à l'encontre de la décision de recevabilité de cette offre, et en conséquence de rejeter la demande de sursis à exécution. Contrairement à d'autres situations antérieures, dans la présente affaire, les requérants ne se sont pas opposés à l'engagement du CMF et ont constaté dans leurs écritures qu'il n'y avait plus lieu de statuer sur la requête. Dès lors, le président de chambre de la cour d'appel a d'abord constaté «*que le CMF s'engage[ait] à reporter l'ouverture de l'offre publique litigieuse au-delà du prononcé et en fonction du sens de l'arrêt de la cour d'appel de Paris statuant sur le recours formé contre la même décision [et] que, par un tel engagement, le CMF [avait sursis] lui-même à l'exécution de sa décision en différant la faculté donnée aux actionnaires de la société Immobilail d'apporter leurs titres à*

l'offre publique d'achat, [ce qui rend] sans objet l'examen des conséquences tirées du caractère irréversible de l'opération». En conséquence, le Président a donné acte au CMF de son engagement de proroger la procédure d'OPA en sorte que la clôture intervienne huit jours au moins après le prononcé de l'arrêt de la cour d'appel de Paris. Si ce n'était un détail, cette ordonnance n'apporte rien de nouveau. Il est en effet cocasse de constater que parmi les requérants figuraient une Sicav d'un des établissements présentateur de l'offre, et qu'en cours d'instance, lors de l'examen au fond, cette Sicav s'était désistée de son recours, ce qui laisse songeur quant à l'efficacité des murailles de Chine.

Quand au fond, les requérants invoquaient deux moyens principaux à l'appui de leur requête. Le premier tenait au non-respect de la procédure d'examen du projet d'offre par le CMF ; quand au second, il contestait la pertinence du prix retenu par le CMF. Dans son arrêt du 16 décembre 1999, la cour d'appel a cependant rejeté le recours.

Sur le premier point, les actionnaires minoritaires estimaient que le CMF s'était prononcé le 15 septembre 1999 sur la recevabilité de l'offre sans être en possession du projet d'offre publique, ce vice de procédure devant conduire à l'annulation de la décision de recevabilité. En particulier, les requérants estimaient que les membres du CMF n'avaient pas été en possession ni de la lettre prévue à l'article 5-1-4 du règlement général du CMF, ni des documents devant l'accompagner aux termes du même article, à savoir les déclarations préalables effectuées auprès d'instances habilitées à autoriser l'opération envisagée, soit en l'espèce les lettres adressées par l'initiateur au CECEI. En conséquence, ils contestaient l'examen même du dossier par le CMF considérant que celui-ci ne pouvait se limiter à la simple lecture de la note préparée par ses services. Les magistrats parisiens n'ont pas suivi l'argumentation des requérants considérant que le Conseil avait bien procédé à l'examen du dossier. On sait qu'aux termes de l'article 5-1-4 précité, le projet d'offre publique est déposé par un ou plusieurs prestataires de services d'investissement agissant pour le compte du ou des initiateurs, le dépôt étant effectué par lettre adressée au CMF garantissant, sous la signature d'au moins un des établissements présentateurs, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur. Cette lettre est accompagnée des copies du projet de note d'information ou du communiqué soumis à la Cob et des déclarations préalables effectuées auprès d'instances habilitées à autoriser l'opération envisagée. Selon la cour, il résultait des pièces versées aux débats que les documents énumérés par l'article 5-1-4 ont bien été remis par les établissements présentateurs pour le compte de l'initiateur, notamment une autorisation du CECEI à la prise de contrôle de la société Immobilail par la société Sovabail. En conséquence, «*considérant que le Conseil était en possession de l'ensemble des éléments nécessaires à l'examen de la rece-*

vabilité de l'offre, le moyen tiré d'une prétendue irrégularité de sa délibération doit être écarté». Il convient d'approuver sans réserve cette décision de la cour ; au-delà des aspects formels permettant de déterminer si tel ou tel document était bien présent dans le dossier de présentation d'offre, il semble que les requérants aient fait une confusion entre les modalités formelles de dépôt d'un projet d'offre publique et les conditions de son examen au fond par les membres du CMF. En effet, le fonctionnement du CMF conduit ce dernier à demander à ses services internes de préparer les dossiers soumis à son examen, notamment par la préparation de notes de synthèses et de documents divers, mais il revient bien in fine aux membres du Conseil, lors des réunions du collège, de procéder à un examen individuel du dossier puis de prendre une décision collective, retenant ou rejetant la proposition de solution présentée par ses services.

– Une fois ce grief écarté, restait alors à la cour à examiner le moyen relatif à la pertinence du prix retenu en l'espèce. Les requérants estimaient que la décision de recevabilité avait été déclarée recevable à un prix anormal dans la mesure d'une part, où ce prix était inférieur aux cours cotés de l'action Immobilail, et d'autre part que des méthodes d'évaluation subjectives et non usuelles avaient été retenues, le critère du *cash flow* ayant été omis, le prix fondé sur une «valeur de liquidation» des actifs étant également incohérent puisqu'il était contraire aux intentions et aux objectifs déclarés par l'initiateur. En particulier, et il s'agit sans doute de l'élément le plus intéressant dans cette procédure, les actionnaires minoritaires considéraient que l'acquisition d'une participation de 40,6 % dans le cadre d'une procédure d'appel d'offres intervenues hors marché à un prix de convenance ne pouvait constituer une référence significative pour apprécier la recevabilité d'un prix d'OPA fixé en dessous du cours de bourse. A l'appui de leur démonstration, les requérants produisaient une expertise par un cabinet indépendant concluant à une valeur équitable de l'action Immobilail entre 46 et 48 €, alors que le prix retenu par le CMF était de 35,06 €. Là encore, les magistrats écartent les arguments avancés par les requérants. En premier lieu, la cour rappelle le rôle du CMF en matière de contrôle du prix dans une OPA. Elle précise ainsi, dans un attendu clair et concis et de façon tout à fait pertinente, que «le Conseil apprécie le prix d'offre proposé par l'initiateur en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée ; son contrôle doit viser, par l'application de critères connus, exacts, objectifs et multiples, à déterminer un juste prix, en affectant chacun des éléments des pondérations appropriées à l'espèce, de nature à conduire à une évaluation équitable et légitime de l'entreprise». Ensuite, la cour reprend chacun des moyens avancés par les minoritaires. S'agissant du choix des critères retenus par le CMF, elle estime qu'en l'espèce ont été mis en œuvre les critères d'évaluation objectifs en usage dans le secteur d'activité de la société Immobilail, à savoir le cours de bourse, l'actif net réévalué, les comparaisons boursières usuelles avec des sociétés comparables et la prise en compte de transactions récentes intervenues dans le secteur du crédit-bail. La cour écarte l'expertise produite par les actionnaires minoritaires dans la mesure où «il n'est pas discuté» que celle-ci comporte des erreurs. Sans reprendre l'examen de chacun des critères d'évaluation, il convient de s'attarder sur la référence portée à une transaction hors bourse dans l'appréciation du prix de 35,06 €. Le CMF avait en effet, au terme de l'analyse multicritères, pris en considération comme «référence significative» le prix payé par Sovabail pour l'acquisition, de gré à gré, en août 1999 d'une participation de 40,6 % du capital d'Immobilail auprès de trois actionnaires. Les

requérants contestaient la pertinence de cette référence, notamment du fait que l'intermédiaire choisi pour effectuer l'opération – la banque Lazard – détenait une participation de 5 % dans la société qui contrôle Sovabail. La cour cependant a considéré que ce fait «n'était pas de nature, en l'absence de tout grief fondé sur des manquements précis, à mettre en doute les conditions dans lesquelles cet établissement a accompli sa mission». Là encore, et tout comme dans l'affaire Primagaz examinée ci-dessus, une personne qui conteste la partialité d'un intervenant lors d'une procédure d'offre publique doit en apporter la preuve, l'impartialité étant posée comme une présomption.

Au regard de ce qui précède, la cour a estimé que les moyens visant à contester tant la validité que le bien-fondé de la décision critiquée étaient mal fondés et devaient être rejetés.