



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Banque Paribas

**Offre publique. Retrait obligatoire.
Annulation de la décision du CMF (non).
Respect du contradictoire (oui).
Méthode d'évaluation de l'indemnité**

Paris, 5 mai 1998, affaire Genefim, Tissot et Poli/Société générale.

Dans un retrait obligatoire, il n'est nullement prévu une composante particulière qui rendrait l'indemnité nécessairement supérieure à l'évaluation équitable des titres visés par l'offre de retrait. S'agissant des méthodes d'évaluation, la recherche de l'indemnisation juste et équitable par l'initiateur de l'offre sous le contrôle du CMF doit viser, par l'application de critères connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples, à déterminer un juste prix, en affectant chacun des critères définis par la loi des pondérations appropriées à l'espèce, en écartant le cas échéant, les critères non pertinents ou en retenant au contraire des méthodes, non prévues par le législateur, mais de nature à conduire à une évaluation équitable et légitime de l'entreprise.

Les conditions d'évaluation d'une OPR suivie d'un retrait obligatoire font l'objet de nombreuses contestations par les actionnaires minoritaires. Après s'être opposés au principe même du retrait obligatoire et à son «inconstitutionnalité» (1), les actionnaires minoritaires s'attachent maintenant à en contester les méthodes d'évaluation (2).

Les faits sont relativement simples. La société Genefim est une Sicomi dont les actions faisaient l'objet de transactions sur le compartiment des valeurs radiées des marchés réglementés. La Société générale, qui en détenait directement ou indirectement 98,20 % du capital et sensiblement le même pourcentage en droits de vote, avait déposé le 12 novembre 1997 un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. Saisi, le CMF a, dans sa décision du 19 novembre 1997 (n° 97-3865) déclaré recevable le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire au prix unitaire de 220 francs. De manière habituelle, il a aussi indiqué qu'une nouvelle information serait publiée pour faire connaître la date de mise en œuvre et de clôture de l'offre après que la Cob ait donné son accord sur le projet de communiqué établi par l'initiateur. Le 21 novembre 1997, la SBF-Bourse de Paris informait le marché, par avis n° 97-3849, de la décision du CMF, de l'accord de la Cob, et du calendrier de l'opération. En conséquence, et conformément à l'article

20 du règlement Cob n° 89-03, la Société générale publiait le 24 novembre 1997 un avis dans un journal économique de diffusion nationale aux termes duquel il était indiqué que «chaque actionnaire recevra(it) individuellement et par courrier, le courrier soumis à l'appréciation de la Cob». L'offre publique était ouverte le 25 novembre 1997. Le 5 décembre 1997, M. Tissot et Madame Poli, actionnaires de Genefim, formaient un recours en annulation et subsidiairement en réformation à l'encontre de la décision du CMF du 21 novembre 1997. Les requérants soutenaient à l'appui du recours en annulation que le principe du contradictoire n'avait pas été respecté et que le communiqué précisant les modalités de l'offre avait été porté à leur connaissance 48 heures après le début de l'offre publique alors qu'il devait l'être 24 heures avant ; quant au recours en réformation, ils estimaient que le prix proposé par l'initiateur et retenu par le CMF ne correspondait pas à la valeur réelle de l'action Genefim alors que leur expropriation aurait dû comporter un caractère indemnitaire en plus d'une évaluation équitable de la valeur des actifs immobiliers.

En ce qui concerne le respect du contradictoire, les requérants soutenaient que la décision attaquée était nulle pour violation de ce principe dans la mesure où ils auraient tenté, sans y parvenir, de faire entendre leur argumentation et sans qu'aucune explication ne leur soit fournie. La cour rejette l'argument en s'appuyant sur l'article 27, alinéa 9 de la loi du 2 juillet 1996 qui, s'il prévoit bien la possibilité pour le CMF d'entendre des personnalités qualifiées préalablement à ses délibérations et une faculté d'audition pour l'instruction des affaires, n'impose nullement «d'entendre l'ensemble des minoritaires ou de répondre à leurs observations éventuelles, le respect des droits de ces derniers étant assuré, d'une part, par les principes directeurs de l'évaluation de l'indemnisation de l'actionnariat [...], et d'autre part par le recours qui lui est ouvert devant la cour d'appel».

Les requérants soutenaient aussi que la décision attaquée devait être déclarée nulle au motif qu'ils n'ont été destinataires du communiqué visé par la Cob que 48 heures après le début de l'offre publique de retrait. La Cour écarte le motif sur la base du règlement Cob n° 89-03. En effet, aux termes de l'article 5 de ce règlement, il revient à la Commission seule d'approuver les modalités de diffusion des informations destinées aux actionnaires dans le cadre d'une offre publique. En conséquence, «les griefs tirés d'une prétendue

mauvaise information des actionnaires minoritaires sont [...] inopérants puisque nés de faits postérieurs à la décision attaquée et n'émanant pas du CMF».

Le grief le plus important et le plus intéressant portait une nouvelle fois sur le calcul du montant de l'indemnité. Les requérants estimaient que le prix fixé pour l'OPR suivie du retrait obligatoire aurait dû comporter un caractère indemnitaire en plus d'une évaluation équitable de la valeur des actifs immobiliers. De plus, ils faisaient valoir que la décision du CMF aurait dû prendre en compte le fait qu'aucun dividende n'avait été distribué en 1996 et qu'aucune distribution n'était prévue pour 1997. Enfin, ils critiquaient les méthodes d'évaluation retenues et prétendaient, quant à eux, retenir la méthode des *cash flows* actualisés (faisant ressortir la valeur du titre Genefim à 445 francs au lieu des 220 francs fixés dans l'offre).

Concernant la méthode d'évaluation servant de base de calcul au montant de l'indemnité des actionnaires, il convient de rappeler une nouvelle fois que la loi fixe un canevas d'évaluation (3), et non un calcul d'une valeur liquidative de la société. On sait que l'article 33, alinéa 4 de la loi du 2 juillet 1996 prévoit que dans le cadre du retrait obligatoire, «l'évaluation des titres (est) effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, selon une pondération appropriée à chaque cas», appelée approche «multicritères». L'indemnisation est alors «égale, par titre, au résultat de l'évaluation précitée ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait». La jurisprudence a précisé que la méthode d'évaluation, qui doit tenir compte de critères connus et objectifs et dont la mise en œuvre est homogène et adapté à chaque cas, doit permettre de fixer une indemnité équitable, dans le respect de l'égalité entre les actionnaires et la protection des intérêts des minoritaires (4). Elle estime aussi que le principe posé par la loi n'impose pas que l'indemnité due aux minoritaires dans le cadre du retrait soit égale à la valeur d'actif net de la société, mais qu'elle soit évaluée selon l'approche multicritères pondérée (5). Les actionnaires évincés ne peuvent donc se prévaloir de critères autres, même si ces derniers leur seraient plus favorables. En conséquence, selon l'arrêt commenté, «il n'est nullement prévu une composante particulière qui rendrait l'indemnité nécessairement supérieure à l'évaluation équitable des titres visés par l'offre de retrait». Dans la présente décision, dont le considérant a été repris in extenso dans un arrêt ultérieur (6), les magistrats de la cour d'appel de Paris ont rappelé les principes régissant un retrait obligatoire, à savoir que les méthodes d'évaluation et la recherche «de l'indemnisation juste et équitable par l'initiateur de l'offre doit viser, par l'application de critères connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples, à déterminer un juste prix, en affectant chacun des critères définis par la loi des pondérations appropriées à l'espèce, en écartant, le cas échéant, les critères non pertinents ou en retenant, au contraire, des méthodes, non prévues par le législateur, mais de nature à conduire à une évaluation équitable et légitime de l'entreprise». On peut s'interroger sur la référence à la notion d'indemnisation qui sous-entend un préjudice ; cette référence ouvre-t-elle désormais la possibilité à un actionnaire minoritaire d'exiger dans le prix du retrait obligatoire une compensation supplémentaire à titre indemnitaire ? Les magistrats se livrent alors à l'étude des critères ayant conduit au prix fixé dans le retrait obligatoire. Avant de procéder à cette analyse, la cour rappelle qu'elle ne saurait se substituer aux commissaires aux comptes et aux

organes de gestion de l'entreprise, pas plus qu'aux actionnaires, pour vérifier la sincérité des comptes : «il n'appartient pas au Conseil de remettre en cause la sincérité des données comptables de l'entreprise, ou de procéder à une expertise de gestion de la société Genefim, de sorte que la critique de la pertinence ou de l'adéquation des provisions inscrites au bilan est inopérante». En l'espèce, tant l'évaluateur que l'expert indépendant ont fixé la valeur du titre Genefim dans une fourchette entre 95 francs et 245 francs, par une approche multicritères, à travers une application des critères de comparaisons boursières, d'actif net réévalué, de comparaisons avec des transactions récentes et d'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'ensemble de ces critères reposant sur des éléments connus et objectifs. Les requérants reprochaient à l'évaluateur et à l'expert indépendant de n'avoir pas retenu la méthode dite d'actualisation des flux de dividendes. Or, une telle méthode était au cas présent inopérante et aurait conduit, en cas d'utilisation, à prendre en compte un événement aléatoire puisque la société Genefim, de par son statut de Sicomi, doit distribuer 85 % de son résultat imposable lié à son activité de crédit-bail. Ils discutaient aussi l'absence de correction apportée au critère de comparaisons boursières à partir des multiples de capitalisation boursière et de capitaux propres, alors que le processus d'OPR suivie de retrait obligatoire intervient, selon eux, au point bas de la crise de l'immobilier. Sans rentrer dans l'analyse détaillée de chacun de ces critères, la cour conclut au rejet des arguments des minoritaires qui «sous couvert du principe d'une indemnité équitable, invoquent un droit à l'application exclusive du critère qu'ils estiment leur être le plus favorable [...] ce qui ne correspond nullement à la volonté du législateur».

On signalera que dans une décision récente relative à la notion de «part essentielle des actifs», la cour de Paris avait dû analyser dans le détail les critères d'évaluation retenus afin de rechercher la pertinence de ceux retenus (7).

(1) Paris 1^{er} mai 1995 affaire Sogénal, *Rev. Sociétés* 1995 p. 535, note Faugérolas ; *RJDA* 1995 chron. p. 646, obs. Viandier ; *Gaz. Pal.* 1995, 2, p. 570, concl. Jobard ; *JCP éd E* 1995, I, n° 175, n° 13, obs. Viandier et Caussein ; *RB bancaire et bourse* juillet-août 1995, p. 149, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; Cass. com. 29 avril 1997, Sogénal : *RD. bancaire et bourse* n° 61 mai-juin 1997 p. 120, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Dalloz Affaires* n° 22, 5 juin 1997 p. 692 ; *Bull. Joly Bourse* 1997, § 43, p. 391, note L. Faugérolas ; *Banque & Droit*, n° 54, juillet-août 1997, p. 32, note H. de Vauplane ; récemment encore, et ultérieurement à la présente décision, cf. Paris, 3 juillet 1998, Géniteau/Lyonnaise des Eaux : *Banque & Droit*, n° 60, juillet-août 1998, p. 30, note H. de Vauplane.

(2) Cf. aussi, Paris, 3 juillet 1998, Géniteau/Lyonnaise des Eaux : *Banque & Droit*, n° 60, juillet-août 1998, p. 30, note H. de Vauplane.

(3) La liste de ce canevas est «indicative, n'interdit ni le recours à des critères complémentaires dès lors qu'ils sont pertinents, homogènes et adaptés au cas d'espèce, 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» : Paris, 16 mai 1995 *Banque & Droit*, n° 41, mai-juin 1995, p. 57, chron. F. Peltier.

(4) Cass. com. 29 avril 1997, Sogénal : *Banque & Droit*, n° 54, juillet-août 1997, p. 32, note H. de Vauplane ; *RD. bancaire et bourse* n° 61 mai-juin 1997 p. 120, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Dalloz Affaires* n° 22, 5 juin 1997 p. 692.

(5) Cass. com. 29 avril 1997, Sogénal : *Banque & Droit*, n° 54, juillet-août 1997, p. 32, note H. de Vauplane ; *RD. bancaire et bourse* n° 61 mai-juin 1997 p. 120, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Dalloz Affaires* n° 22, 5 juin 1997 p. 692.

(6) Paris, 3 juillet 1998, Géniteau/Lyonnaise des Eaux : *Banque & Droit*, n° 60, juillet-août 1998, p. 30, note H. de Vauplane.

(7) Paris, 13 janvier 1998, Teknecomp/CMF : *Bull. Joly Bourse*, 1998, § 65, p. 258.