

Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

Actualités jurisprudentielles

OPR - Article 5.6.6 du Règlement du CMF - Condition d'intervention du CMF - Notion de «Principal des actifs» - Demande de mise œuvre d'OPR (non).

Paris, le 3 avril 2001, *Groupama et autres/CMF* ;
CMF, décision n° 201C0272 du 9 mars 2001, *Legris Industrie* ;
CMF, décision n° 200C1593 du 25 octobre 2000, *La Rochette* ;
CMF, décision n° 200C0107 du 21 janvier 2000, *Sélectibanque*.
Voir aussi «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 812.

La notion de «principal des actifs» prévue à l'article 5.6.6 du règlement général du CMF doit être distinguée de celle «d'actif essentiel» mentionnée à l'article 5.3.3 du même règlement. En effet, l'obligation prévue par l'article 5.3.3 concerne une hypothèse différente de celle de l'article 5.6.6 qui ne répond pas aux mêmes objectifs. Il s'ensuit que la notion de «part essentielle des actifs» mentionnée à l'article 5.3.3 ne peut être assimilée à celle de «totalité ou principal des actifs» inscrit dans l'article 5.6.6 de ce règlement qui suppose non seulement l'importance mais aussi la prédominance de l'actif dont la cession est envisagée.

L'on a trop tendance à réduire les cas de mise en œuvre d'une offre publique obligatoire aux seuls franchissements de seuils ; c'est omettre l'existence de certaines dispositions au sein du règlement général du CMF visant des situations particulières. Tel est le cas de l'article 5.6.6 de ce règlement sur la notion de «principal des actifs». Après avoir rappelé les conditions d'application de ce texte, l'on s'attardera à commenter la décision de la Cour de Paris dans l'affaire *La Rochette*.

• **Cas d'application de l'article 5.6.6.** L'on sait qu'aux termes de l'article 5.6.6 du règlement «*La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société informent le conseil : [...] lorsqu'elles décident le principe de fusion-absorption de cette société par la société qui en détient le contrôle, de la cession ou de l'apport à une autre*

société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorganisation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres ou de capital. Le conseil apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait ([...]). Dès lors, la mise en jeu de cette disposition, dont il a déjà été souligné les limites de validité ¹, nécessite le respect de deux conditions cumulatives : un contrôle préalable, et le transfert de la totalité ou du principal des actifs ou l'une des autres conditions énumérées. Si le critère du contrôle peut être assez facilement appréhendé (cf. toutefois les remarques ci-dessous), tel n'est pas le cas de la notion du «principal des actifs». Compte tenu de la difficulté d'interprétation de ce texte, le CMF est parfois conduit à l'interpréter, à la demande de l'actionnaire majoritaire de la société dont le principal des actifs est cédé, voire même à la requête de la société elle-même comme dans le cas *La Rochette*. Son analyse prend alors la forme d'une «décision» – dont on a déjà souligné les similitudes avec le rescrit de la Cob ² – qui, comme tel, peut faire l'objet d'un recours devant la cour d'appel de Paris. L'examen au cours des dix-huit derniers mois des différentes «décisions» du Conseil en la matière permet de dégager quelques pistes quant au champ d'application de cette disposition. L'on peut regrouper les cas soumis au CMF en trois catégories : ceux relatifs à un projet de cession d'actifs ³, ceux concernant une opération d'apport ⁴, et enfin les projets d'opérations de fusion ⁵. Sur la forme, s'il revient aux actionnaires d'informer le CMF de leur projet et de laisser ce dernier décider s'il y a lieu ou non de mettre en œuvre une OPR (ce qui, à la lettre, devrait exclure toute «saisine» automatique du CMF en tel cas, notamment à la suite d'une requête d'un actionnaire minoritaire), l'on remarquera que certains actionnaires vont jusqu'à demander au Conseil de leur confirmer, préalablement à l'opération envisagée, que leur projet ne rentre pas dans l'un des cas visés par l'article 5.6.6, ce qui s'apparente à une demande de rescrit (cf. décision

n° 200C1866, Gaumont SA ; n° 200C0181, Aérospatiale Matra). Sur le fond, l'on retiendra que les critères retenus par le CMF pour écarter l'application de l'OPR diffèrent selon qu'il s'agit de projets de fusion, d'apport ou de cession d'actifs. Dans le cas d'une fusion, le CMF s'attache à vérifier que l'opération n'entraîne pas une réorientation de l'activité sociale (décisions CMF n° 199C0623, CMM Industries ; n° 200C1722, CS Communications & Systèmes ; n° 201C0312, Raclet), que la capacité distributive du nouvel ensemble n'est pas affectée (décisions CMF n° 199C0623, CMM Industries ; n° 200C1722, CS Communications & Systèmes), et enfin que l'opération ne conduit pas à une dégradation des conditions de transmission et de cession des titres (décisions CMF n° 199C0623, CMM Industries ; n° 200C0889, SAIC ; n° 200C1562, Sabeton ; n° 201C0312, Raclet). Dans le cas d'un apport, l'appréciation du CMF semble un peu plus subjective dans la mesure où, pour l'essentiel, il s'en tient à vérifier que l'opération envisagée n'est pas susceptible de dénaturer «substantiellement» l'activité (décision n° 200C1866, Gaumont) ou que l'activité sociale reste de même nature (n° 200C0181, Aérospatiale Matra). Enfin, pour les opérations de cession d'actifs, l'examen du projet par le CMF conduit celui-ci à procéder à une analyse financière de l'opération projetée afin de déterminer si celle-ci peut être qualifiée de principal des actifs. Tout comme dans l'examen des conditions de mise en œuvre d'une OPR classique, le Conseil va examiner l'impact de l'opération sur les comptes de la société. A cet égard, il prend en compte la contribution de l'activité des actifs cédés par rapport aux autres activités de la société, notamment au regard du chiffre d'affaires et ou des résultats, même si l'on relève le cas un peu marginal d'un retrait agrément par le CECEI conduisant à des cessions d'actifs⁶. Parfois même, il complète ces deux critères par ceux de la marge brute, des immobilisations corporelles dédiées à l'activité (décision n° 201C0272, Legris), de la marge nette d'autofinancement (décision n° 200C1593, La Rochette), ou encore de la capacité distributive de la société (décision n° 199C1578, Expand SA). Ce n'est qu'après avoir procédé à cet examen que le Conseil peut indiquer que l'opération «*n'affecte pas la substance du groupe*» (décisions n° 201C0272, Legris ; n° 200C1593, La Rochette) ou ne «*constitue pas de façon manifeste la part majeure des activités du groupe*» (décision n° 199C1578, Expand SA). Si cet examen permet d'apprécier les conséquences du projet de cession, l'on doit regretter que cette étude ne soit pas soumise, tout comme pour les autres formes d'OPR, au respect d'une analyse multicritères «*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*»⁷. A défaut, l'on ne doit pas s'étonner des recours instruits par des minoritaires à l'encontre de décision du CMF écartant la mise en œuvre d'une OPR dans le cadre de l'article 5.6.6. Tel était le cas soumis aux magistrats de la Cour d'appel de Paris dans l'affaire La Rochette.

• **Affaire La Rochette.** La société La Rochette, dont les actions sont cotées au Premier marché d'Euronext

Paris SA, exerce deux types d'activités. D'une part elle produit et commercialise des cartons d'emballage ; d'autre part, elle fabrique de la pâte à papier destinée aux papiers de communication, papiers sanitaires, papiers domestiques, papiers spéciaux et papiers d'emballage. Dans le cadre d'un projet de cession de son activité de pâte à papier, cette dernière a saisi le CMF aux fins d'examiner si le projet de cession annoncé relevait des dispositions de l'article 5.6.6 du règlement général du CMF. Dans sa décision du 25 octobre 2000, le CMF a estimé que «*le projet qui lui était soumis [n'entrait] pas dans les prévisions de l'article 5.6.6 du Règlement général au motif qu'il ne peut être qualifié comme étant la cession du principal des actifs du groupe La Rochette*». C'est cette décision qui était contestée par les actionnaires minoritaires. Le débat devant la cour a porté sur la recevabilité du recours par les requérants et sur l'interprétation au fond de la disposition litigieuse. Sans s'y attarder trop longuement, relevons que pour déclarer recevable les actions des minoritaires, la Cour a recherché si ceux-ci justifient de leur qualité d'actionnaire à la date de la décision attaquée et de sa publication effectuée au BALO. Les magistrats, confirmant la jurisprudence de la cour d'appel, écartent donc l'argument avancé par la société La Rochette selon lequel l'acquisition de titres par certains des minoritaires n'aurait été effectuée que «*dans le seul dessein d'agir en justice contre une opération déjà portée à la connaissance du public*», caractérisant ainsi un abus qui ne peut conférer à l'acquéreur un intérêt personnel et légitime à agir contre la décision du CMF. Dans le passé, la jurisprudence a reconnu la possibilité, pour un actionnaire, d'exercer un tel recours, à la condition de justifier de sa qualité à la date de la décision qu'il conteste⁸. Ainsi, l'actionnaire se voit reconnaître un droit propre contre les décisions de caractère individuel autres que celles prises en matière disciplinaire. Dès lors, un actionnaire qui a acheté une seule action dans une perspective contentieuse n'est pas privé de son droit d'agir⁹.

Sur le fond, les requérants faisaient valoir deux arguments : en premier lieu, ils contestaient la régularité même de la décision du CMF aux motifs qu'aux termes du texte incriminé, seules les personnes qui contrôlent une société sont habilitées à informer le CMF de l'opération envisagée et de ses conséquences au regard de l'article 5.6.6 ; qu'en l'espèce il revenait à BNP Paribas en tant qu'actionnaire principal, de saisir le CMF et non à la société La Rochette. Par ailleurs, ils estimaient que le Conseil avait fait une interprétation erronée de son règlement en omettant de prendre en compte le caractère cyclique de l'activité de pâte à papier dans une analyse multicritères, alors que cette prise en compte aurait établi le caractère d'actif principal des actifs de pâte à papier. La cour a rejeté tous les arguments présentés par les requérants, et donc a approuvé la décision du CMF d'écartier la mise en œuvre d'une OPR.

• Sur la régularité de la décision du CMF, il s'agissait de déterminer si la saisine du Conseil par La Rochette était légitime et régulière, dès lors qu'aucune disposition légale ou réglementaire ne vient interdire à la société concernée d'effectuer cette saisine. On a vu que pour être applicable, l'article 5.6.6 nécessite un contrôle préalable par un ou plusieurs actionnaires. On sait

qu'aux termes de l'article L. 233-3 du Code de commerce (avant l'adjonction de la notion de concert dans la définition du contrôle par la loi NRE du 15 mai 2001), le contrôle peut être de droit au-delà de 50 % des droits de vote ou présumé au-delà de 40 %, sous réserve qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne ; le contrôle peut aussi être établi lorsqu'une société détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société. Mais que se passe-t-il lorsque manifestement une société n'est pas contrôlée ? Tel semblait être le cas de la société La Rochette. En effet, la cour constate que «*si la participation détenue directement ou indirectement par BNP Paribas lui a conféré une majorité des voix aux assemblées générales ordinaires tenues par la société La Rochette pour les trois derniers exercices, elle n'a pas obtenu la majorité des voix requises lors des assemblées générales extraordinaires de cette société ; qu'en tout état de cause, rien n'interdisait à cette dernière de procéder à l'information prévue par l'article 5.6.6 du Règlement général, sauf à priver d'effet ces dispositions, comme en l'espèce, le contrôle de la société est discuté*». Si, au cas présent, la solution retenue par la cour est satisfaisante et doit être approuvée, l'on ne suivra toutefois pas les magistrats de la cour d'appel de Paris dans leurs considérations plus générales. En effet, le considérant effectuée une double distinction, l'une particulière à la situation en cause, et l'autre de portée générale. Dans le premier cas, c'est parce qu'il n'est pas possible de déterminer un actionnaire contrôlant au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce que la cour reconnaît la possibilité, pour la société elle-même, de saisir le CMF au sens de l'article 5.6.6 de son Règlement. Cette solution, de bon sens, ne peut qu'être approuvée. L'on notera que pour faire bonne mesure la cour observa «*que la société Déminor a elle-même participé à la discussion portée devant le CMF, en son nom et comme représentant [des autres requérants] acceptant implicitement la saisine aujourd'hui contestée devant la cour*». L'on reste toutefois dubitatif sur l'extension des cas de saisine du CMF opérée par la cour lorsqu'elle indique «*qu'en tout état de cause, rien n'interdisait à [la société La Rochette] de procéder à l'information prévue*» dans la disposition incriminée ; autrement dit, alors même qu'il existerait un ou plusieurs actionnaires de contrôle, la société contrôlée pourrait d'elle-même saisir le CMF. La légalité de l'article 5.6.6 étant déjà largement douteuse, il paraît incongru d'étendre son champ d'application, d'autant plus que l'on en saisit pas la motivation.

- S'agissant de l'appréciation du caractère principal ou non des actifs cédés, les requérants estimaient que cette notion devait être interprétée comme celle de «part essentielle des actifs», visée à l'article 5.3.3 du Règlement général du CMF aux termes de laquelle le Conseil doit procéder à une analyse multicritères. De plus, ils reprochaient au CMF de ne pas avoir tenu compte du caractère cyclique de l'activité de pâte à papier dans son analyse, alors que cette prise en compte établissait le caractère de «principal des actifs». Sur le premier point, l'application d'une analyse multicritères conduisait à chiffrer l'activité pâte à papier à plus de 49 % des partici-

pations, à 54 % des actifs et à 51 % de la situation nette du groupe La Rochette, ces éléments suffisant à établir le caractère «principal» des actifs. La cour n'a pas retenu ces arguments et suivant en cela le CMF dans ses conclusions, a considéré que «*l'obligation prévue par l'article 5.3.3 du Règlement général concerne une hypothèse différente [de celle de l'article 5.6.6] relative à la prise de contrôle d'une société ayant une participation dépassant le tiers du capital ou des droits de vote d'une société cotée lorsque cette participation constitue une "part essentielle de ses actifs", ces dispositions permettant aux actionnaires minoritaires de la société cotée dont le contrôle est indirectement pris d'être désintéressés dans les mêmes conditions que dans les hypothèses où ce contrôle est pris directement ; considérant que l'article 5.6.6 du Règlement général ne répond pas aux mêmes objectifs, dès lors que dans les cas qu'il prévoit le contrôle de la société n'est nullement modifié, seules étant visées par ses dispositions la réorientation de l'activité sociale et la modification substantielle du pacte social ; qu'il s'ensuit que la notion de "part essentielle des actifs" mentionnée à l'article 5.3.3 du Règlement général ne peut être assimilée à celle de "totalité ou principal des actifs" inscrite dans l'article 5.6.6 de ce Règlement qui suppose non seulement l'importance mais aussi la prédominance de l'actif dont la cession est envisagée*». L'on reste partagée à la lecture de cette solution. Si l'on ne peut effectivement assimiler les articles 5.3.3 et 5.6.6 qui poursuivent des situations différentes, l'on saisit mal les raisons qui écarteraient, par principe, l'application d'une analyse multicritères. En effet, dans un cas comme dans l'autre, les actionnaires minoritaires doivent se prononcer sur leur volonté de perdurer le pacte social, alors que dans le premier cas un changement de contrôle a été opéré au niveau de la société de contrôle, et que dans le deuxième cas, la réorientation substantielle de l'activité (suite à une fusion, apport ou cession d'actifs) conduit à une modification du pacte social. Si les cas visés par ces deux dispositions sont bien distincts, justifiant des conditions de mise en œuvre particulières, les conditions d'examen des situations devraient être identiques, et ce d'autant plus qu'il s'agit dans les deux cas d'une OPR. Or, l'on sait que la Cour de Paris a indiqué que l'approche multicritères est applicable à toute OPA, que celle-ci soit réalisée ou non selon la procédure simplifiée¹⁰ sachant que l'évaluation doit recourir aux critères les plus appropriés¹¹. Dès lors, pourquoi refuser l'utilisation de cette méthode, et ce d'autant plus qu'il semble qu'en pratique ce soit bien ce à quoi procède le CMF ? En effet, le second moyen au fond développé par les requérants consistait à critiquer l'analyse des critères pertinents du chiffre d'affaires, du résultat opérationnel brute, de la marge brute d'autofinancement et subseqüemment de la marge nette compte tenue des investissements réalisés. En effet, dans sa décision, le CMF avait considéré que «*la contribution positive de l'activité pâte à papier par rapport aux autres activités du groupe La Rochette n'[était] ni déterminante, ni durable au regard des critères [précités], compte tenu du caractère cyclique de cette activité et de l'endettement qui lui est attaché ; que, dans ce contexte, le poids des immobilisations corporelles nettes dédiées à l'activité pâte à papier (plus de 2/3 des immobilisations corporelles nettes du groupe) ne peut suffire à lui seul à caractériser la notion*

de principal des actifs, s'agissant d'actifs industriels générant une rentabilité irrégulière compte tenu des caractéristiques de l'activité à laquelle ils sont dédiés». Pour écarter les arguments des actionnaires minoritaires, la cour se livre à une analyse détaillée de chacun des critères retenus, qu'il n'est pas possible d'examiner en détail dans le cadre de cette chronique. Les requérants estimaient aussi que l'opération projetée emportait une réorientation majeure de l'activité du groupe La Rochette dans la mesure où il s'agissait d'un désengagement total entraînant la cession de toute activité dans ce domaine. La cour écarte là encore l'argument, approuvant le CMF d'avoir considéré que «la cession en cause n'affectait pas la substance du groupe qui a conservé une activité industrielle significative, soit plus de 40 % des critères appliqués». Enfin, dans la mesure où selon l'article 5.6.6, le CMF doit apprécier «les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société», les actionnaires minoritaires considéraient que le Conseil avait méconnu ces conséquences dans la mesure où ce désengagement de l'activité pâte à papier ne répondait pas à une nécessité destinée à sauvegarder l'entreprise. Pour rejeter l'argument, la cour estime «qu'il n'appartenait pas au Conseil de porter une appréciation sur l'opportunité de cette mesure», ce dont on ne peut que souscrire.

En conclusion, la présente affaire aura été l'occasion de se pencher sur une disposition quelque peu ésothérique et d'interprétation difficile du Règlement général du CMF pour laquelle de nombreuses interrogations demeurent. Parmi les difficultés restant à éclaircir, l'on mentionnera, à titre d'exemple, le caractère dynamique ou statique de la notion de «principal des actifs» : si, dans une société qui exerce plusieurs activités d'importance sensiblement identique, aucune cession d'actifs projetée dans un délai convenu ne saurait constituer individuellement un «principal des actifs», ne doit-on pas additionner l'ensemble des opérations de cession à l'issue de ce délai pour déterminer l'application de l'article 5.6.6 ?

Cf. L. Faugérolas, «Les offres publiques de retrait et le retrait obligatoire» : *Bull. Joly Bourse* 1999, § 6, p. 51 ; H. de Vauplane et J.-P. Bornet, «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 812.

² Cf. par exemple, Avis SBF n° 97-3475 du 21 octobre 1997. Bail Investissement et Sélectibanque/Codétour : *Banque & Droit*, n° 57, janv.-fév. 1998, p. 36, note H. de Vauplane. Concernant la pratique du CMF d'utiliser différents moyens pour interpréter son propre règlement, cf. P. Aidan, *Les sources du droit des marchés financiers*, Thèse, Nantes, 2000, § 116 et suiv. p. 97.

³ Décisions CMF n° 199C1578 du 20 octobre 1999, Expand SA ; n° 200C0107 du 21 janvier 2000, Selectibanque ; n° 200C1593 du 25 octobre 2000, La Rochette ; n° 201C0272 du 9 mars 2001, Legris Industries.

⁴ Décisions CMF n° 200C1866 du 22 décembre 2000, Gaumont SA ; n° 200C0181 du 3 février 2000, Aérospatiale Matra.

⁵ Décisions CMF n° 201C0312 du 22 mars 2001, Raclet ; n° 200C1722 du 23 novembre 2000, CS Communication & Systèmes ; n° 200C1562 du 17 octobre 2000, Sabeton ; n° 200C0889 du 9 juin 2000, Société anonyme immobilière de Casino - SAIC ; n° 199C0623 du 27 mai 1999, CMM Industrie.

⁶ Décision CMF n° 200C0107 du 21 janvier 2000, Sélectibanque.

⁷ Paris, 17 décembre 2000, affaire Eaux minérales du Bassin de Vichy : *Banque & Droit*, n° 76, mars-avril 2001, p. 37, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

⁸ Paris 11 juin 1997, Géniteau/Lagardère : *Banque & Droit*, juill.-août 1997, n° 54, p. 36, note H. de Vauplane et Paris 7 oct. 1997, Géniteau Lagardère : *Banque & Droit* nov.-déc. 1997, n° 56, p. 31, note H. de Vauplane. La cour a par contre rejeté le recours d'un actionnaire qui ne justifiait pas de la détention des titres à la date de la décision critiquée : Paris 19 sept. 1996 : *Banque & Droit* nov.-déc. 1996, n° 50, p. 33, note H. de Vauplane.

⁹ Paris 16 mai 1995 : *Banque & Droit* mai-juin 1995, n° 41, p. 57, note F. Peltier ; *Rev. sociétés* 1995, p. 535, note L. Faugérolas ; *Bull. Joly Bourse* 1995, § 63, p. 379, note G. Lesguiller. Encore faut-il que le requérant ait bien été mandaté. Tel ne sera pas le cas du président d'une association de défense d'actionnaires qui n'a pas obtenu une décision en ce sens de son bureau, ce qui conduit à un excès de pouvoirs : Paris 16 sept. 1997, Adacte/Eurotunnel : *Banque & Droit* sept.-oct. 1997, n° 31, p. 31, note H. de Vauplane.

¹⁰ Paris, 16 juin 1993 Chevillot/Forte : *JCP E*, 1993, pan. p. 349 ; *RDA* 2/94, n° 179 ; *Banque & Droit*, n° 30, juillet-août 1993, p. 18, note F. Peltier ; *BRDA* 1993/14, p. 18 ; Paris, 7 juill. 1995 : *BRDA* 1995/14, p. 5.

¹¹ Paris, 13 janv. 1998, Tecknecomp Holding International : *RD bancaire et bourse* n° 66 mars-avr. 1998, p. 65, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *D. affaires*, n° 114, 23 avr. 1998, p. 704.