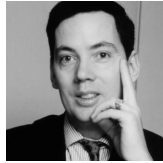


Chronique financière et boursière



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Banque Paribas

OPR - Conditions de mise en oeuvre - liquidité du titre - appréciation par le juge

Paris, 7 avril 1998, Cauval / Parfival

Une offre publique de retrait à la demande d'un minoritaire a pour finalité de permettre à l'actionnaire dont le titre a perdu sa liquidité sur un marché rendu étroit par le poids relatif des majoritaires de sortir de la société dans des conditions normales de cours et de délai ; cette procédure n'a pas pour effet de rendre obligatoire la mise en oeuvre d'une OPR du seul fait que ces conditions sont réunies.

Le CMF peut-il forcer un actionnaire majoritaire à mettre en oeuvre une OPR ?

La société Cauval est détenue majoritairement (plus de 95 % des droits de vote) par la société Parfival et Sogamur. La société Viel Finance, actionnaire minoritaire de la société Cauval (un peu moins de 3 % du capital), a demandé au CMF de requérir le dépôt par le groupe majoritaire d'une offre publique de retrait. Le 8 octobre 1997, le CMF, en application des dispositions de l'article 5-5-2 de son règlement général et sur la demande de la société Viel, décide de requérir le dépôt par la société Parfival d'un projet d'OPR visant les actions de la société Cauval non détenus par le groupe majoritaire.

L'objectif de l'OPR n'est pas d'offrir une «seconde chance» aux actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs titres à une offre publique ou une garantie de cours. L'application de cette procédure ne se conçoit que si ces actionnaires ne peuvent pas sortir d'eux-mêmes de la société dans des conditions normales de cours et de délai, faute de liquidité, comme la jurisprudence l'a déjà à plusieurs reprises jugé (3). L'objectif de la procédure d'offre publique de retrait à la demande du minoritaire est, selon la Cour de Paris, de «permettre à l'actionnaire dont le titre a perdu sa liquidité sur un marché rendu étroit par le poids relatif des majoritaires de sortir de la société dans des conditions normales de cours et de délai ; [en tout état de cause], cette procédure n'a pas pour effet de rendre obligatoire la mise en oeuvre d'une OPR du seul fait que ces conditions sont réunies.». Pareillement, l'actionnaire minoritaire qui demande une OPR dans le seul but de valoriser de façon maximale sa participation détourne la finalité de la procédure et sa demande serait qualifiée d'abus de droit. Les

magistrats doivent en conséquence rechercher si, eu égard aux caractéristiques du marché du titre en cause et au volume de la cession envisagée, la société Viel avait la possibilité de céder sa participation dans des conditions normales de cours et de délai. Sur ce point, les magistrats constatent que le «flottant» disponible, c'est-à-dire le nombre de titres détenus par le public autres que les actionnaires majoritaires et l'actionnaire minoritaire à la demande de qui l'offre est requise, s'élève seulement à 0,2 % du capital. La Cour continue son analyse en observant que plus de 80 % du volume réalisé sur le marché résulte d'opération d'«achetés/vendus» effectuée par la société de bourse spécialiste du titre en exécution du contrat de liquidité, et que la quantité de titres réellement échangés depuis deux années est «minime» au regard de la quantité d'actions détenues par la société Viel. Le contrat de liquidité en question ne peut suffire à désintéresser Viel dans la mesure où la somme mise à la disposition du syndicat de liquidité est nettement inférieure au montant de la participation de cet actionnaire. Pour toutes ces raisons, la Cour a considéré «qu'il est ainsi établi que le marché n'a pas, en l'état, la capacité de traiter, dans des conditions normales, la participation de la société Viel, peu important que cette dernière n'ait pas antérieurement tenté de procéder à une telle cession». Cet arrêt doit être approuvé sans réserve, tant sur les principes qui y sont rappelés que sur les faits analysés.

La décision ici commentée est l'occasion de s'attarder sur le problème de la fixation du cours de bourse. Cet arrêt souligne en effet les limites de pertinence du cours de bourse d'un titre illiquide dont la quasi-totalité du capital est entre les mains d'actionnaires connus. Ce phénomène n'est pas nouveau, mais le problème réside ici dans «l'apparence» de liquidité qui peut résulter de la seule lecture des statistiques établies par la SBF. Cette situation est généralement plutôt connue sur le marché obligataire où l'on considère que plus de 2000 lignes d'emprunts sont «dormantes» car entre les mains d'une ou plusieurs entités clairement identifiées (généralement des Sicav ou des compagnies d'assurance) qui, pour leur gestion, ont besoin d'un cours de référence «officiel». La technique est connue : il suffit que le principal détenteur de titres demande à un membre du marché de «faire coter» à intervalle régulier (parfois même chaque jour) tel titre en procédant à un achat/vendu pour son compte : seuls des frais de courtage (généralement réduits) sont payés par le donneur d'ordres, l'opération ne se tradui-

sant, *in fine*, par aucune sortie de cash ou de titres. Pour donner de la liquidité au titre, il suffit de réaliser cet «acheté/vendu» sur un nombre de titres conséquents. Certains ne poussent pas leurs exigences jusque là et se contentent d'un seul titre, le but recherché n'étant pas l'apparence de liquidité mais la cotation d'un cours de bourse ! Ainsi, ce cours résulte de «l'échange» symbolique d'un seul titre. Juridiquement, l'opération peut s'analyser en un double achat vente de titres avec la même contrepartie.

Ces opérations s'expliquent par le besoin de certains investisseurs, notamment les OPCVM, d'obtenir un cours de bourse pour les besoins de valorisation de leur portefeuille. On voit cependant les dangers de cette technique qui peut conduire à procéder à des valorisation d'actifs plus ou moins déconnectées de la valeur réelle des titres. Il va s'en dire qu'une telle opération (manipulation ?) ne peut refléter le cours véritable du titre. Si, sur le marché obligataire, la SBF a pris des mesures pour éviter que le cours ainsi coté ne s'écarte trop du cours théorique de la valeur, rien de tel n'existe sur le marché des actions. La raison en est simple : sur le marché obligataire, il est facile d'établir un lien entre la valeur d'une obligation et une autre obligation : il ne s'agit que d'un calcul actuariel. C'est ainsi que la plupart des emprunts cotés sont «rattachés» à un emprunt directeur, généralement une OAT. Le cours du titre coté ne peut alors s'écarter de son cours théorique calculé par rapport à l'OAT de référence. Mais, si une telle mesure est (relativement) efficace sur le marché obligataire, il n'est pas possible de fixer la valeur d'une action par rapport à une autre. Dès lors, le cours de bourse ne reflète pas toujours la «valeur» de la société. Ce qui explique pourquoi dans les OPR et les retraits obligatoires, la détermination du prix se réalise selon une approche dite multicritères qui intègre, outre le cours de bourse, d'autres éléments. D'ailleurs, le critère du cours de bourse est le plus souvent sous-pondéré, voire écarté compte tenu de la faible liquidité du titre et donc de la non représentativité des échanges.

Les contrats de liquidité ou d'animation de marché mis en place entre l'émetteur, la SBF et un membre du marché, s'il sont utiles, ne peuvent apporter une liquidité là où il n'y en a pas.

En définitive, le danger de ces opérations résulte de l'information fournie au public par les statistiques établies par les entreprises de marché : rien ne distingue un «vrai» volume d'échanges d'un volume «fictif». Sans doute la SBF doit-elle sur ce point faire des efforts de communication et de transparence.

(3) Paris, 25 février 1994, Circe / CBV : RD. bancaire et bourse, n° 42, mars/avril 1994, n° 93/26896, p. 86 ; Dr. Sociétés, juillet 1994, n° 146, p. 20 ; Com. 6 mai 1996, Circe : RD bancaire et bourse n° 56 juillet-août 1996 p 178, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche.