

CAHIERS DE DROIT DE LA FINANCE

Sous la direction de

Bruno OPPETIT

Professeur à l'Université de droit, d'économie
et des sciences sociales de Paris

Dominique SCHMIDT

Professeur à la Faculté de droit
et des sciences sociales de Strasbourg

LES MÉTHODES D'ÉVALUATION FINANCIÈRE DANS LES OFFRES PUBLIQUES DE RETRAIT ET LES RETRAITS OBLIGATOIRES D'AVENIR-HAVAS-MEDIA À SOGÉNAL ⁽¹⁾

Marie-Anne FRISON-ROCHE

Professeur à l'Université Paris-IX/Dauphine
Directeur de l'Institut de droit économique, fiscal et social

Maurice NUSSENBAUM

Professeur à l'Université Paris-IX/Dauphine
Directeur du DESS Finance d'Entreprise

1. Lorsqu'on cherche à répondre à la question de savoir s'il existe une méthode de détermination des prix acceptables dans les offres publiques (2), méthode suffisamment fiable au regard de l'analyse financière et bénéficiant de la sécurité juridique nécessaire pour que

(1) La construction de cet article semble privilégier l'affaire Avenir-Havas-Media à l'affaire Sogénal. Cela résulte simplement du fait que l'arrêt a été rendu alors que la première version de ce travail était déjà sous presse.

(2) A. Goix et A. de Foucaud, *Les règles relatives à la fixation des prix en matière d'offres publiques*, RD bancaire et bourse, 1994, pp. 61 s. ; D. Martin, *Les critères d'évaluation et le droit des acquisitions*, RDAI 1988, pp. 301 s. ; J.-H. Riggs, *Les acquisitions de sociétés aux États-Unis. La notion de « juste prix » et le contrôle des tribunaux*, RDAI 1988, pp. 283 s.

le système général des offres publiques fonctionne d'une façon satisfaisante, on ne sait guère quelle méthode employer pour y répondre. Non seulement la réponse ne s'impose pas mais la façon de poser la question est déjà difficile.

Il est pourtant essentiel de formuler une solution en cette matière cruciale afin notamment de porter un jugement de rectitude et d'opportunité sur le droit positif actuel.

2. Pour l'instant, cette perspective critique n'existe guère en raison du croisement du droit et de la finance, que la question impose. En effet, ce problème mettant en prises le financier et le juriste, le financier aura tendance à se référer dans un premier temps aux

méthodes d'évaluation usuellement utilisées et admises dans la profession (3) ; mais il risque de se heurter alors à l'article 5.2.7 du règlement général du Conseil des bourses de valeurs, qui se réfère à la méthode dite « multicritères » ; il devrait donc en rester là, même si cette méthode ne lui semble pas convenable. Cette sorte de soumission incrédule du financier au texte juridique constitue une difficulté pour ouvrir le débat.

3. D'une façon quasi-symétrique, le juriste ne s'approche guère des questions de prix. En dehors des rapports difficiles du juriste et de l'argent, du

(3) V. *infra*, n° 31 s.

droit et de l'économie, le juriste a le réflexe, inverse de celui du financier, de faire appel au texte d'une façon aveugle, faisant confiance à son pouvoir normatif, lui faisant crédit de sa pertinence financière : il suffit qu'il existe un texte, cet article 5.2.7, pour que la question soit réglée parce qu'ainsi elle ne se pose pas. D'une façon plus générale, le juriste estime qu'un texte a pour légitimité le pouvoir de volonté de son auteur : puisque l'organe compétent pour émettre la norme l'a voulue, il convient de s'y plier. Il y a comme un réflexe hiérarchique chez le juge qui applique, chez le commentateur qui observe.

4. Ce double retrait compréhensible du financier et du juriste sur cette question de détermination du prix dans les offres publiques a pu apparaître jusqu'ici sans conséquence. Tout d'abord, si l'on prend l'hypothèse d'une offre publique d'achat, indépendamment du contrôle minimum sur la méthode multicritères, on peut compter sur la perspective d'une contre-OPA, qui doit toujours rester ouverte en application du principe d'égalité des compétiteurs (4), pour rectifier une première évaluation admise et pourtant financièrement insuffisante. C'est alors la concurrence qui permettra l'élaboration d'un juste prix, par le mécanisme de surenchère.

5. Mais lorsque nous sommes dans une hypothèse d'offre publique de retrait, la surenchère est hors de propos. Dès lors, si l'évaluation du prix acceptable n'est pas satisfaisante et qu'elle est néanmoins admise, aucune régulation extérieure ne peut venir la rectifier. La question est plus cruciale encore dans la situation nouvelle du retrait obligatoire. En effet, le prix insatisfaisant dans une offre publique de retrait peut encore trouver sa sanction dans le refus pour le minoritaire sollicité d'apporter son titre à l'offre. Rien de tel dans le retrait obligatoire.

6. Dès lors qu'une sanction d'un prix insuffisant ne peut plus intervenir, cela engendre nécessairement du contentieux : lorsqu'aucune régulation ne peut plus naître du marché ou du comportement des acteurs, le recours au juge se développe. Dès lors, la question de la méthode de détermination du prix se pose puisque le juge doit répondre aux prétentions qui sont articulées devant lui.

7. On comprend ainsi que les contentieux Avenir-Havas-Media et Sogenal ont surgi au moment où la régulation spontanée ne suffisait manifestement plus. On peut d'ailleurs prévoir une augmentation et une diversification du contentieux sur cette question de détermination du prix. En effet, à observer les prix adoptés dans le retrait obligatoire,

l'initiateur a jusqu'ici choisi la moyenne d'évaluation la plus élevée parmi celles auxquelles pouvait aboutir telle ou telle méthode d'évaluation. Dès lors, on voit mal quel intérêt aurait un minoritaire à contester la méthode, puisque le résultat lui convient. Mais on ne peut exclure qu'il en soit ultérieurement différent. Et le juge devra bien trancher. C'est pourquoi il est essentiel d'examiner les méthodes d'évaluation avant que leur pertinence ne soit juridiquement contestée, devant un juge au pied du mur.

8. Or, on sait bien que la tradition juridique, notamment le respect que le juge doit avoir de la volonté des parties, est contraire à une prise directe du juge sur le prix (5). Mais faudra-t-il attendre que la Cour de cassation intervienne pour que l'on retrouve dans la matière qui nous intéresse la sécurité juridique dont le marché a absolument besoin (6) ? Dans une conception traditionnelle du système juridique, il faudra s'y résoudre car, en admettant que la jurisprudence soit une source de droit, seule la Cour de cassation aurait l'autorité suffisante et l'incontestabilité hiérarchique pour imposer, dans un arrêt de principe, une règle générale et abstraite. Cette conception des choses présente des inconvénients particulièrement marqués en droit financier, dans la mesure où le temps financier est trop rapide pour supporter un temps juridique à ce point ralenti par la montée successive des différents échelons de juridictions. Certes, l'usage de la technique nouvelle d'avis ne serait pas inconcevable.

9. Mais cette conception traditionnelle du droit n'est pas applicable en droit financier. En effet, on conçoit fort bien en la matière de « grand jugement » comme on connaît classiquement de grands arrêts et l'on sait que la Cour d'appel de Paris a rendu un nombre significatif de décisions dont l'autorité a été suffisante pour éteindre la contestation et asseoir la sécurité juridique par une décision dont les prémisses deviennent admises par tous. Cela vient du fait que la rationalité mise en œuvre en droit financier relève d'une nouvelle définition de l'autorité, que l'on retrouve également en droit de la concurrence (7).

10. Il suffit qu'une décision soit émise et que son contenu repose sur une justification suffisante pour aboutir à une solution opportune, pour que ses destinataires, c'est-à-dire le monde sociologique concerné, le monde financier par exemple, considère la solution comme acquise. La situation hiérarchique de l'auteur de la solution opportune suffisamment justifiée n'interfère que peu et dans un second temps. C'est ainsi que

(5) V. *infra*, n° 81 s.

(6) G. Canivet, *Le juge et les autorités de marché*, RJC 1992, pp. 185 s.

(7) Laboratoire de sociologie juridique, Université Panthéon-Assas (Paris-II), *Les pouvoirs normatifs en jeu dans le droit de la concurrence*, Chancellerie, 1994, spéc. n° 115 s., pp. 60 s.

l'on peut aisément trouver des « grands jugements » sans qu'il soit nécessaire d'attendre l'élaboration de « grands arrêts ». Pour qu'une telle conception sociologique de l'autorité puisse trouver prise, il faut que le monde ainsi sollicité soit suffisamment constitué pour qu'il puisse « répondre » à la décision et l'approuver. Cela provient notamment du fait que le monde financier lui-même fonctionne en réseau, à la lumière d'un marché et non sur un modèle hiérarchique. En cela, il constitue le droit à son image. On retrouve la règle générale selon laquelle le droit est le miroir de son objet. On peut affirmer que le monde financier répond à cette définition d'un monde qui constitue, par connaissance, acceptation, diffusion et reflète le droit qui lui est approprié – ce qui explique la place de la déontologie qui nécessite les mêmes conditions.

11. Dans ces conditions, il suffira qu'un juge – voire qu'une doctrine, administrative, universitaire, etc. – émette une conception convaincante et opportune de détermination du prix dans les offres publiques de retrait, suivies ou non de retrait obligatoire, pour que celle-ci puisse s'imposer, parce que la démonstration sera partagée par les acteurs du marché financier, et pourra suppléer l'inadaptation des textes, voire justifier leur modification corrélative.

12. Ainsi, l'autorité des décisions est dépendante de l'adhésion de ses destinataires, au sens large du terme, et l'on observera que le droit financier illustre ainsi particulièrement bien les démonstrations de Ch. Perelman (8). L'utilisation de la notion de « consensus de place » est d'ailleurs évocatrice à ce titre. Ainsi, le droit financier est apte à évoluer pour l'observation qu'il opère en permanence de lui-même, puissance et autonomie rendue possible par l'existence sous-jacente du monde financier, cette matière illustrant donc également la théorie sociologique de l'auto-observation du droit, développée par N. Luhmann.

13. En considération de cette façon particulière dont le droit financier se construit, à la croisée du droit et de la finance, on peut estimer qu'il est aujourd'hui particulièrement important de reprendre à la base la question de la détermination du prix dans les offres publiques de retrait, sans négliger la présence de l'article 5.2.7 du règlement du Conseil des bourses de valeur qui pose l'utilisation d'une méthode multicritère pondérée, mais sans réduire la question à ce dernier. L'article 5.2.7 habilite le Conseil à exprimer une appréciation critique sur le prix ou les parités d'échange proposés par l'initiateur de

(4) M.-A. Frison-Roche, *Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier*, Bull. Joly, Bourse, 1993, n° 138, pp. 720 s.

(8) Not. sur la notion d'auditoire et l'importance normative de la justification des solutions, V. Ch. Perelman, *Logique juridique. Nouvelle rhétorique*, 2^e éd., coll. « Méthodes du droit », Dalloz, 1979, spéc. n° 52 s., pp. 107 s.

l'offre en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et les caractéristiques de la société visée. Dans l'application de ce règlement, le Conseil s'est appuyé sur une méthode multicritères, reposant notamment sur la moyenne des cours cotés, le chiffre d'affaires, la capitalisation de la marge brute d'autofinancement, le bénéfice net par action, le rendement et l'actif net réévalué par action, critère qu'il pondère en fonction des caractéristiques de la société et de la nature du projet d'offre publique déposé (9). Cela est d'autant moins possible que depuis la loi du 31 décembre 1993 organisant la technique du retrait obligatoire (10), les associations de défense des actionnaires minoritaires, se référant au caractère indemnitaire de cette procédure, tentent de faire valoir d'autres approches pour déterminer une notion de prix plancher comme on le voit pour le retrait obligatoire portant sur les titres de la société Sogenal.

14. Sur de tels présupposés méthodologiques, justifiés par la façon dont le droit financier s'élabore, il convient de procéder en trois temps. Puisque des enseignements généraux peuvent être tirés d'affaires particulières tranchées par les juges du fond (11), on peut tout d'abord analyser l'affaire Avenir-Havas-Media (I), ce qui conduit à examiner d'une façon critique les difficultés de mise en œuvre de la méthode multicritère au regard des impératifs de l'évaluation financière (II), ce qui permettra d'étudier d'une façon plus générale et au regard des principes juridiques le contrôle par le juge de l'évaluation du prix (III).

I

LES ENSEIGNEMENTS DE L'AFFAIRE AVENIR-HAVAS-MEDIA

15. Compte tenu du principe, conforme au droit des obligations et au droit de la

(9) Rapport annuel SBF, 1994, pp. 27 s.

(10) Cl. Baj, *Le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires des sociétés cotées*, RD bancaire et bourse, 1994, pp. 154 s.; Th. Forschbah, *La procédure de retrait obligatoire*, JCP 1994, éd. E, I, 395; M.-A. Frison-Roche, *Les conséquences de l'offre publique de retrait suivie de retrait obligatoire sur la structure sociétaire*, Les Petites Affiches, à paraître; Ch. Leroy, *Le retrait obligatoire ou l'expropriation des actionnaires minoritaires à la suite d'une offre publique de retrait*, Bull. Joly Bourse, 1994, pp. 567 s.; M.-Ch. de Nayer, *Le retrait obligatoire*, Bull. Joly Bourse, 1994, pp. 91 s., *Retrait obligatoire. Modalités d'application*, pp. 353 s.; A. Viandier, *Le retrait obligatoire*, RJDA 1994, p. 783.

(11) V. supra, n° 10.

vente, selon lequel c'est à l'initiateur, à l'offrant, de fixer le montant du prix qu'il propose, les tribunaux n'ont qu'un rôle restreint dans la détermination du prix (12). C'est pourquoi l'affaire Avenir-Havas-Media constitue une illustration précieuse des difficultés qui apparaissent lors de la contestation du prix dans le cadre d'une offre de retrait. On observera que cette question a été à cette occasion posée peu de temps avant l'entrée en vigueur de la loi sur le retrait obligatoire. La cour d'appel a été conduite à désigner un expert avec pour mission, non pas de fixer le prix mais de donner son opinion sur la valeur de certains des critères utilisés par l'offreur et ratifiés par le Conseil des bourses de valeurs.

Ainsi, l'arrêt de la Cour d'appel de Paris (1^{re} chambre, section CBV) du 19 septembre 1994, concernant l'offre publique de retrait portant sur les titres de la société Avenir-Havas-Media (AHM) (13), est la manifestation contentieuse du mécontentement des actionnaires insatisfaits des décisions du Conseil des bourses de valeurs pour obtenir une révision du prix dans le cadre d'une offre publique de retrait, contexte où par nature, il n'existe pas de possibilité d'offre concurrente.

Il convient de revenir sur la contestation du prix formée par les minoritaires (A) et la façon dont les organes y ont répondu, tant l'expert que la cour d'appel (B).

A - LA CONTESTATION PAR LES MINORITAIRES DU PRIX ADMIS PAR LE CONSEIL DES BOURSES DE VALEURS

16. Dans cette affaire délicate autant qu'exemplaire, il convient de rappeler tout d'abord les faits de l'espèce (1) avant d'examiner en détail la mission de l'expert (2).

1. Les faits de l'espèce.

17. En l'espèce, la société Havas détenait une participation de 56,8 % dans le capital de AHM, laquelle a été portée à 97,4 % à l'issue d'une procédure d'offre publique d'échange simplifiée initiée en octobre 1992 et clôturée le 12 novembre 1992 portant sur la totalité du capital d'AHM, l'action AHM étant indirectement valorisée à 125 F l'action.

La société Havas avait annoncé dans sa note d'information la possibilité d'une

(12) V. supra, n° 81 s.

(13) Paris, CBV, 6 avr. 1994 et 19 sept. 1994, RD bancaire et bourse, 1994, p. 267, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche.

offre publique de retrait (il ne s'agissait pas de retrait obligatoire car on se situait avant l'instauration de la procédure de retrait obligatoire mise en place par l'article 16 de la loi du 31 décembre 1993). Cette offre publique de retrait a été ouverte à la demande d'un actionnaire minoritaire entre le 20 et le 31 décembre 1993 sur la base d'un prix de 100 F l'action, déclarée recevable par le Conseil des bourses de valeurs dans un avis daté du 16 décembre.

18. Cet avis se référait à une approche multicritères qui prenait en compte les critères suivants : la moyenne des cours de bourse, l'actif net réévalué intégrant une valeur de fonds de commerce, la référence au prix de l'OPE de 1992, le chiffre d'affaires par action, la capacité d'autofinancement par action, l'actif net par action et le résultat net prévisionnel par action pour 1994.

Les requérants ont demandé l'annulation de cette décision en estimant à 270,59 F la valeur réelle du titre AHM en faisant état du manque de pertinence de certains critères retenus par le Conseil des bourses de valeurs, d'erreurs manifestes, de l'absence de prise en compte de certains éléments indispensables dont la filiale Comareg de AHM et les perspectives de la société et du marché sur lequel elle intervient.

19. La Commission des opérations de bourse n'avait pas partagé l'avis du Conseil des bourses de valeurs en considérant que « les critères relatifs aux perspectives de la société, au cours de bourse et à la valorisation de AHM par sa filiale Comareg, avaient été réduits, secondaires, non significatifs et invérifiables ».

A ce propos et en réaction, la Cour (14) a rappelé qu'il fallait se référer aux dispositions de l'article 5.2.7 du Règlement général du Conseil des bourses de valeurs qui ne vise pas une indemnisation mais un prix évalué « en fonction de critères d'évaluation objectifs, usuellement retenus, et des caractéristiques de la société visée « c'est-à-dire selon une méthode d'évaluation multicritère ». On observera qu'aucune indication n'est donnée sur ce que constituerait l'évaluation dans le cadre d'un différend d'une indemnisation (15).

2. La mission donnée à l'expert.

20. Après avoir examiné successivement les différents critères retenus, la Cour a demandé à un expert de préciser les valeurs retenues pour trois des critères pris en compte par le Conseil des bourses de valeurs :

a) la cohérence du ratio 1,6 retenu entre le prix offert (100 F) et l'actif net par action ;

(14) Paris, CBV, 6 avr. 1994, préc., JCP 1994, éd. E, I, obs. A. Viandier.

(15) V. supra, n° 50 s., à propos de l'affaire Sogénal.

b) celle du ratio sectoriel retenu pour la capitalisation boursière sur le chiffre d'affaires ;

c) la décote de 30 % sur le ratio sectoriel retenu par le rapport de la capitalisation boursière sur le chiffre d'affaires.

Les demandes de la Cour avaient essentiellement pour objet de lui permettre de vérifier s'il avait été tenu suffisamment compte de l'activité presque gratuite de la filiale Comareg de AHM (a et b) et des pertes de la société et de son insuffisance de rentabilité (c).

21. Ce faisant, la Cour n'avait pas exprimé de manière explicite de considération sur le caractère exhaustif ou redondant de l'ensemble des critères retenus par le Conseil des bourses de valeurs, ni sur leur pondération ; les requérants n'ayant pas exprimé de demande spécifique sur ce point, la Cour avait cependant indiqué qu'il ne fallait pas « écarter le critère de l'actif net réévalué comme critère d'évaluation dans une approche multicritère », car l'approche multicritère doit conduire à retenir chacun d'eux pour les informations propres qu'il apporte sur l'appréciation de la valeur des actions.

22. Elle a cependant approuvé la position de l'initiateur sur différents points :

- le calcul de la capacité d'autofinancement ne nécessite pas de justification particulière dans la mesure où il est régi par les règles du plan comptable général ;
- le critère du rendement de l'action ne doit pas être éliminé au prétexte que sa prise en compte, du fait du non-versement de dividende en 1992, entraînerait une sous-évaluation illégitime alors que des dividendes ne manqueraient pas d'être servis à court terme.

La Cour a indiqué à cet égard que le critère du rendement de l'action ne saurait prendre en compte un événement futur et aléatoire.

C'est à partir de telles prémisses que l'expert a mené sa recherche et a formulé des conclusions, en réaction desquelles la Cour d'appel de Paris s'est prononcée.

B - LES RÉPONSES DONNÉES À LA CONTESTATION DU PRIX PAR LES MINORITAIRES

23. Il convient de distinguer les conclusions du rapport d'expertise (1), puis l'arrêt rendu à leur propos (2).

1. Les conclusions du rapport d'expertise.

24. L'expert a conclu sur les valeurs des ratios pour lesquels la Cour lui avait

demandé son avis en indiquant que les valeurs approuvées par le Conseil des bourses de valeurs des différents critères étaient effectivement contestables :

1) le ratio prix sur actif net est supérieur à 1,6, valeur retenue par le Conseil des bourses de valeurs et sur ce critère, la valeur de l'action s'établit en moyenne à 116 F au lieu de 101 retenu par le Conseil des bourses de valeurs ;

2) le ratio sectoriel de 0,68 retenu pour valoriser AHM à partir de son chiffre d'affaires ne rend pas compte de manière satisfaisante de l'activité « presse gratuite » de cette société et il convient de retenir un ratio de 0,81, ce qui conduit à valoriser l'action AHM à 167 F au lieu de 150 F retenu par le Conseil ;

3) l'abattement de 30 % appliqué au ratio de 0,68 est contestable dans la mesure où l'insuffisance de rentabilité est déjà prise en compte par les autres critères.

25. En conservant les critères utilisés par le Conseil des bourses de valeurs ainsi que leur pondération initiale mais en modifiant les valeurs de ceux pour lesquels la Cour lui avait demandé son opinion, l'expert parvenait à une valeur de l'action de 103,3 au lieu de 99,5 (moyenne pondérée).

De ce fait, l'expert constatait que ses corrections ne modifiaient pas de manière significative la valeur moyenne obtenue avec la totalité des critères pris en compte initialement.

L'expert faisait cependant observer que les critères utilisés par le Conseil des bourses de valeurs étaient pour une certaine part redondants, ce qui revenait à accorder un poids excessif à la rentabilité à court terme de AHM, par rapport aux autres critères d'évaluation et que la valeur moyenne calculée sur les cinq critères à la fois significatifs et non redondants entre eux s'élevait à 122,8 F.

26. Le Conseil des bourses de valeurs a critiqué le rapport d'expertise en indiquant que celui-ci confondait « redondance » et « interdépendance » des critères et que la référence à la redondance trouvait son « fondement dans des appréciations juridiques erronées et conduisait à des solutions contraires aux usages, à la doctrine de l'autorité de marché et à la jurisprudence de la Cour » (16).

Il convient, en effet, de rappeler que le Conseil des bourses de valeurs a toujours indiqué dans ses commentaires sur l'examen du prix dans les offres publiques (17), que « l'appréciation multicritère, moyenne des cours cotés, chiffre d'affaires, capitalisation de la

marge brute d'autofinancement et du bénéfice net par action, rendement et actif net réévalué par action » prévus par le premier tiret de l'article 5.2.7, amenait le Conseil à pondérer les critères usuels en fonction des caractéristiques de la société et de la nature du « projet d'offre publique » et que « cette pondération n'obéit pas à des principes fixés une fois pour toutes : elle est fondée sur chaque cas d'espèce et répond à une préoccupation d'équité ». Le Conseil avait également rappelé dans le même texte que les critères n'étaient pas obligatoirement toujours retenus dans leur totalité.

2. L'arrêt de la cour d'appel.

27. La Cour a finalement rejeté le recours des demandeurs pour les motifs suivants :

- Elle a examiné et approuvé dans sa première décision du 6 avril 1994, précitée, la pertinence et la mise en œuvre homogène des critères de valorisation du titre AHM retenus par le Conseil selon une approche multicritère adaptée aux caractéristiques propres à la société AHM.

- L'expert n'avait pas à sortir des limites qui lui étaient fixées par sa mission et ne pouvait donc pas remettre en discussion les critères approuvés par la Cour.

- Les corrections suggérées par l'expert ne changent pas de manière significative la valeur des moyennes simples et pondérées du titre AHM obtenue en suivant l'approche multicritère du Conseil des bourses de valeurs et en conservant les sept critères retenus par celui-ci.

- C'est à juste titre que le Conseil, après avoir retenu les perspectives bénéficiaires à court terme pour 1994, a pris en compte les pertes importantes enregistrées par la société en 1992 et 1993 en appliquant l'abattement de 30 % critiqué car seules pouvaient être retenues les perspectives à court terme d'évolution de la société AHM et non les événements futurs et aléatoires qui auraient pu déterminer des investisseurs à se porter acquéreur de titres de la société en état de dépression ».

« Considérant que l'application des critères retenus par le Conseil des bourses de valeurs est, dès lors, exempte d'erreur et que l'offre déclarée recevable par celui-ci apparaît justifiée ».

28. Cette décision nous paraît illustrer les difficultés d'application de la méthode multicritères et notamment celle de leur pondération qui met en lumière à la fois des risques d'arbitraires et de contradictions avec l'esprit de certains textes antérieurs.

Cette méthode semble contredite, au moins en partie, par celles employées dans les premières décisions concernant des retraits obligatoires (18).

(16) Propos repris dans l'arrêt du 19 septembre 1994, préc., p. 6.

(17) V. *supra*, n° 30 s. Rapport annuel SBF, 1994, pp. 27 s., chap. III, *L'examen du prix ou de la partie d'échange proposés par l'initiateur d'une offre publique*.

(18) V. *supra*, n° 50 s.

II

LA CONTESTATION DE LA PONDÉRATION PAR MISE EN ŒUVRE DE LA MÉTHODE MULTICRITÈRES

29. L'affaire Avenir-Havas-Media met ainsi en lumière la difficile question de l'adéquation de la méthode multicritères pondérée, notamment utilisée par le Conseil des bourses de valeurs s'appuyant sur ses textes, le juge judiciaire n'entendant sans doute pas prendre en charge de telles questions techniques et n'exerçant en conséquence qu'un contrôle formel (19). Dans une telle perspective où rigueur de la méthode financière et analyse juridique des pouvoirs du juge sur le prix se mêlent, il convient de reprendre la question dans des termes plus généraux, par une analyse des ambiguïtés présentées par la méthode multicritères d'une part (A) et par l'observation de l'évolution de la méthode d'évaluation dans les offres publiques de retrait suivi de retrait obligatoire (B).

A - LES AMBIGUITÉS DE LA MÉTHODE MULTICRITÈRES PONDÉRÉE

30. Il est tout d'abord intéressant de confronter la méthode multicritère avec les méthodes utilisées dans le contexte des opérations de fusions-acquisitions qui constituent le cadre de référence des opérations d'évaluation (1). Apparaît ainsi nettement le caractère très subjectif de la méthode multi-critère (2) et l'on se prend à regretter la doctrine antérieurement développée par la Commission des opérations de bourse en la matière (3).

1. Confrontation de la méthode multicritères pondérée avec les méthodes utilisées dans les fusions-acquisitions.

31. Les experts financiers et les établissements financiers se réfèrent en pratique à deux grands types d'approches de l'évaluation d'entreprises, une approche normative et une approche empirique ou analogique (20).

(19) V. *infra*, n° 83 s.

(20) M. Nussenbaum, in *L'évaluation des entreprises*, Congrès des experts-comptables judiciaires, Orléans, 1994, à paraître.

La première consiste à définir les hypothèses d'évolution des revenus futurs de l'entreprise que l'on appréhende soit à travers des bénéfices, soit des *cash flow* futurs. On détermine ensuite la valeur actuelle de la somme de ces revenus futurs en utilisant des coefficients d'abattement appelés coefficients d'actualisation déterminés par référence au taux de rendement des obligations auquel on ajoute une prime de risque tenant compte des caractéristiques spécifiques de l'entreprise.

32. Cette façon de faire ne constitue pas une méthode parmi d'autres car elle s'appuie sur la théorie économique de l'évaluation des actifs et des investissements pour laquelle un actif ne vaut que par les revenus futurs qu'il est susceptible de procurer. Ces revenus futurs ont une valeur présente (ou encore une valeur actuelle) inférieure à leur valeur nominale puisqu'elle correspond à la somme disponible aujourd'hui qui, placée dans les mêmes conditions de risque, donnera une valeur espérée identique à la valeur nominale future.

Les différentes méthodes d'évaluation que l'on rencontre dans les ouvrages spécialisés se ramènent toutes à cette méthode fondamentale à laquelle on ajoute des hypothèses simplificatrices pour la rendre plus facile à mettre en œuvre (21).

33. L'autre approche dite « empirique » ou même « analogique » consiste à déterminer la valeur par comparaison avec d'autres sociétés cotées pour lesquelles cette valeur est connue en utilisant différents critères tels que ceux mentionnés par l'article 5.2.7 du règlement du Conseil des bourses de valeurs. La volonté de recourir à une telle approche empirique et non normative s'explique par la recherche de critères objectifs qui échappent aux aléas de la subjectivité, inhérente à la prise en compte des résultats futurs.

34. On remarquera que le texte même de l'article 5.2.7 ne contient pas l'exigence d'une pondération des multiples critères mis en œuvre dans la détermination du caractère acceptable du prix de l'offre. C'est l'interprétation qu'on en donne, et le Conseil en premier (22) à propos notamment des offres publiques de retrait (23), qui aboutit à cette exigence. Mais sans doute cette précision prétorienne a pour origine principale les exigences que le Conseil constitutionnel développa à propos des privatisations, dans ses décisions des 25 et 26 juin 1986 (24), dont les termes furent repris

(21) V., not., H. Mauguère, *L'évaluation des entreprises non cotées*, éd. Dunod, spéc. « La convergence des méthodes », pp. 193 s.

(22) Rapport annuel de la SBF, 1994, préc., pp. 27 s., exposant la technique de la pondération au titre des « principes suivis par le Conseil ».

(23) V. le cas AHM, *supra*, n° 15 s.

tant par la loi du 6 août 1986 sur les privatisations que par la loi du 31 décembre 1993 sur le retrait obligatoire (25). C'est à cette occasion que la pondération a fait son entrée dans les règles de l'évaluation. L'autorité du Conseil constitutionnel explique sans doute l'apparent consensus à propos de la pondération quant à son impérativité et quant à son opportunité.

35. Ce souci d'objectivité, bien que louable, apparaît comme un leurre car toute évaluation d'entreprise suppose une hypothèse sur son avenir. L'utilisation comme références des seuls résultats passés n'échappe pas à cette règle puisqu'elle revient à supposer que l'avenir sera au moins à la hauteur du passé ce qui, dans certains cas, peut s'avérer non seulement optimiste mais tout aussi subjectif que les prévisions de résultats futurs. Dès lors que l'on multiplie le nombre des critères et que l'on adopte une pondération, on introduit une double subjectivité : celle du choix du nombre de critères et celle de leur pondération.

2. La subjectivité de la méthode multi-critère pondérée.

36. Comme le soulignent de nombreux auteurs (26), le recours à plusieurs critères donne le sentiment de limiter les risques d'erreur mais ce sentiment n'est qu'illusoire : ou bien il y a une valeur de l'entreprise qui s'impose naturellement et toutes les méthodes devraient y converger, ou bien les différentes méthodes conduisent à des valeurs différentes, ce qui ne fait que révéler différentes situations probables futures et différents modes d'emploi des actifs par leurs acquéreurs éventuels. La moyenne pondérée obtenue ne traduit alors qu'une moyenne entre des situations différentes non explicitées. Elle risque de ne représenter qu'une entreprise sans réalité.

37. De plus, l'élaboration de cette moyenne est souvent difficile car elle suppose tout d'abord l'élaboration d'un échantillon d'entreprises de référence. On calcule ensuite la valeur moyenne de chacun des critères sur l'ensemble des entreprises de l'échantillon et on applique ces valeurs moyennes à l'entreprise étudiée. On définit enfin le poids des différents critères et on fait la moyenne pondérée de leur valeur pour l'entreprise étudiée.

(24) L. Favoreu et L. Philip, *Les grandes décisions du Conseil constitutionnel*, 7^e éd., Sirey, 1993, n° 41, pp. 664 s. V. aussi, à propos plus particulièrement des primes de contrôle, la décision du 18 septembre 1986 et son analyse in M. Nussenbaum, « L'évaluation du prix dans les offres publiques : valeur fondamentale et valeur d'acquisition », in *Le juge et le marché*, Les Petites Affiches, 1994, n° spéc., 15 juin 1994, pp. 42 s., spéc. p. 44.

(25) V. *infra*, n° 48 s.

(26) V., not., D. Pene, *Évaluation et prise de contrôle de l'entreprise*, Economica, 2^e éd., 1980, t. 2, p. 115.

Le risque d'arbitraire apparaît ainsi à chacune des étapes de la méthode :

– L'échantillon de comparaison est-il bien représentatif ?

– Chacune des valeurs moyennes de chacun des critères peut-elle s'appliquer à l'entreprise étudiée ?

38. Telle entreprise a une valeur boursière très supérieure à celle de son actif net parce qu'elle dispose d'actifs incorporels comme des marques et des brevets qui ne sont pas inscrits dans son actif net comptable et tendent à conférer au ratio valeur boursière sur actif net une valeur élevée du fait de la faible valeur du dénominateur (27). Telle autre aura une valeur faible de ce ratio parce qu'elle aura acquis ces actifs par voie de fusion-absorption et de ce fait, ces actifs se trouveront valorisés dans son bilan. Par conséquent les différences entre les valeurs de ces ratios ne traduiront pas nécessairement des différences entre les réalités économiques des entreprises mais entre leurs situations comptables.

En revanche, si l'échantillon de comparaison est relativement hétérogène, les différences entre les valeurs des ratios considérés ne font que traduire des différences dans les réalités économiques des sociétés qui composent cet échantillon et l'application de la moyenne à l'entreprise étudiée conduira à un résultat aléatoire et non représentatif de sa situation effective.

39. Si l'on revient à l'espèce qui a donné lieu à l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 19 septembre 1994, *Avenir-Havas-Media*, la faiblesse du ratio prix sur actif net, considéré comme référence par le Conseil des bourses de valeurs tenait, selon l'expert, en grande partie à la décote spécifique à la société Havas, due à son caractère de holding qui, du fait du niveau relativement bas de son cours boursier, entraînait une baisse de la valeur du ratio prix sur actif net. C'est pourquoi le ratio du prix sur l'actif net proposé comme référence par l'expert était pratiquement le double de celui retenu par le Conseil des bourses de valeurs.

La constitution de l'échantillon soulevait également des difficultés du fait des différences d'importance de l'activité presse gratuite dans l'activité de AHM par rapport à l'échantillon de référence. On pouvait donc valablement s'interroger sur le caractère comparable de certaines des sociétés qui y figuraient.

Dans d'autres cas, un ratio ne traduit pas seulement l'activité économique de la société mais aussi la structure de son

(27) V., not., la discussion dans le cas AHM sur la non-prise en compte de SPIR Communication dans l'échantillon de comparaisons. Les distorsions peuvent également résulter de règles d'amortissement différentes des actifs incorporels ou des *goodwill* dans les comptes consolidés comme l'ont fait remarquer les défendeurs pour écarter la référence à des sociétés cotées britanniques, bien que cette remarque aurait également pu s'appliquer aux sociétés françaises.

financement. Telle société très endettée aura des ratios plus faibles que telle autre qui l'est moins, et cela à activité identique. De ce fait, la transposition à la société étudiée ne sera pas nécessairement significative.

40. Faut-il pour autant éliminer tous critères de comparaison et toute moyenne ?

Il faut tout d'abord observer que les praticiens cantonnent ces comparaisons le plus souvent aux PER, c'est-à-dire aux multiples des cours par rapport aux bénéfices, pour dégager des PER moyens par activité. Dans la mesure où le PER est caractérisé d'une anticipation d'un potentiel de croissance future des résultats, il permet de prendre en compte l'avenir, non seulement proche mais également lointain tel qu'il est perçu aujourd'hui par le marché. La prise en compte de ce ratio est non seulement usuelle mais légitime dès lors que les résultats de référence sont normalisés pour éliminer les facteurs purement conjoncturels.

Ce qui est en cause c'est sa moyenne avec un autre ratio tel que celui du prix par rapport au chiffre d'affaires ou à l'actif net pour prendre en compte la valeur patrimoniale.

41. La méthode multicritère cherche le plus souvent à donner un poids significatif à la valeur patrimoniale en complément des autres valeurs déterminées par rapport au chiffre d'affaires ou au résultat.

Cette référence à la valeur patrimoniale ou actif net réévalué, au centre des revendications actuelles de certaines associations d'actionnaires, paraît en fait très ambiguë et repose sur une confusion entre l'actif net réévalué au sens strict et l'actif net réévalué au sens large :

– prise au sens de l'actif net réévalué, elle s'obtient en corrigeant l'actif net comptable en réévaluant tous les actifs de façon à prendre en compte leur véritable valeur économique.

En effet, les valeurs comptables, bien qu'établies avec rigueur, représentent mal la valeur de l'entreprise. De plus, les immobilisations incorporelles ne sont prises en compte que lorsqu'elles ont une valeur marchande séparée (brevet, droit au bail...).

– Or on constate dans la pratique que cette notion est souvent utilisée (cf. *infra* n° 66) de manière élargie, en intégrant l'ensemble des actifs incorporels, même non séparables et absents du bilan, alors qu'une telle approche élargie ne correspond pas à la définition comptable. Dans un tel contexte, la réévaluation prend nécessairement en compte la rentabilité de l'entreprise.

– Lorsque l'actif net réévalué est pris au sens restreint, sans intégrer les actifs incorporels, sa valeur est normalement inférieure à la valeur déterminée par les bénéfices (valeur de productivité), ce qui

fait apparaître un *goodwill*. Dans le cas inverse, cette différence traduit une insuffisance de rentabilité et l'existence d'un *badwill* qui peut entraîner comme ce fut le cas pour Sogenal, la fixation contestée par les actionnaires minoritaires du prix proposé dans l'offre de retrait obligatoire à un niveau inférieur à la valeur patrimoniale.

– En conséquence, la légitimité économique de l'actif net réévalué comme base indemnitaires se limiterait aux cas où, étant supérieur à la valeur de rentabilité, il comprend des actifs cessibles séparément à des prix supérieurs à la valeur de rentabilité. Cela peut être notamment le cas pour une entreprise disposant d'importants fonds de commerce de distribution cessibles séparément ou bien encore de titres de participation ou d'actifs immobiliers (d'ailleurs la pratique du CBV n'admet la prépondérance de ce critère que pour les sociétés de ce type).

– En dehors de cette possibilité de cession, l'actif net réévalué ne représente qu'une indication puisque la valeur des actifs ne peut être constatée sur un marché et ne correspond pas à une rentabilité.

De plus, dans le contexte particulier de l'affaire Sogenal, la Cour a clairement indiqué que ce critère non seulement n'avait pas de statut particulier et ne pouvait donc pas servir de valeur plancher mais qu'en plus « les actionnaires minoritaires ne sauraient sous couvert du principe d'une indemnité équitable et de l'égalité entre actionnaires, invoquer un droit à l'application exclusive du critère qu'ils estiment leur être le plus favorable » (18).

L'autre difficulté signalée d'application de la méthode multicritère réside dans la détermination du nombre de critères pertinents.

42. La position de principe consiste à dire que les différents critères doivent traduire des réalités différentes afin d'éviter le risque de redondance qui revient à prendre en compte plusieurs fois la même chose.

Dans le cas AHM, l'expert avait souligné le risque de redondance qui résultait de l'utilisation de critères dépendant tous plus ou moins directement du résultat net de la société. C'était notamment le cas de la capacité d'autofinancement et du *goodwill*. Or la multiplication des critères se référant à une même réalité (le résultat net) « redondants » ou « interdépendants », selon la terminologie employée par le Conseil des bourses de valeurs, et affectés d'un poids identique, conduit à donner à la variable considérée un poids prépondérant dans l'évaluation.

43. La dernière difficulté réside dans la détermination des poids accordés aux différents critères car il va de soi que la variation des poids conduit à une modification de la valeur de l'entreprise

avec un risque non négligeable d'arbitraire.

Dans le cas de AHM, la cour d'appel, au motif que la mission donnée devait s'apprécier dans la limite des questions précises posées à ce technicien et « ne peut s'entendre comme une mission générale qui autoriserait une remise en discussion du choix des critères approuvés par la Cour », a considéré qu'elle n'avait pas à rediscuter de la pondération. Ainsi la mission de l'expert n'a pas consisté à donner un avis sur la valeur de la société mais seulement sur trois des sept critères utilisés par le Conseil des bourses de valeurs sans pouvoir remettre en cause ni leur nombre, ni leurs poids respectifs.

Cette mission est totalement différente de celle assignée à l'expert dans le cadre des retraits obligatoires qui porte sur le caractère juste et équitable de la valeur et par là-même à la fois sur le choix des critères et leur pondération (28).

44. Comme on l'a souligné, « c'est par la pondération que se révèle le talent de l'évaluateur... il lui faut doser l'influence de chacun (des critères), art qui, pour le profane, paraît relever de l'alchimie » (29)... Malgré le caractère nécessairement subjectif de la pondération, celle-ci est aujourd'hui communément admise » (30).

On ne peut que souscrire à ces propos derrière lesquelles se dessine un soupçon d'ironie d'autant plus, qu'à notre sens, cette référence à la pondération ne marque pas un progrès par rapport à la doctrine antérieure.

3. La doctrine de la Commission des opérations de bourse en matière d'évaluation.

45. En effet, la Commission des opérations de bourse a énoncé une doctrine en matière d'évaluation en 1977, sous la forme d'une recommandation (31), dans le cadre des évaluations réalisées par les commissaires à la fusion (32). On notera d'ailleurs que l'article 5.2.7 ne s'en éloigne pas sensiblement quant à la formulation mais c'est l'interprétation qui en a été donnée qui s'en écarte (33). Certes la COB insiste sur la nécessité d'utiliser plusieurs critères d'évaluation mais leur nombre ne doit pas être excessif – et l'on peut songer à faire ici la comparaison avec les sept critères utilisés dans le cas AHM – et de nature à compliquer inutilement le calcul de la parité d'échange et son appréciation par les actionnaires. Les critères doivent de plus être réellement distincts et donc ne pas faire double emploi entre eux. Dans

la majorité des cas, précise la COB, bénéfice brut, marge brute d'autofinancement et bénéfice net constituent, sous des éclairages différents, une seule et même approche. Les mêmes critères doivent être appliqués aux sociétés en cause (principe d'identité) et de manière homogène par les deux sociétés.

46. La même recommandation prévoit également l'utilisation des résultats prévisionnels sur une période de deux à trois ans au maximum. D'une façon essentielle, elle ajoute que l'emploi d'abattements forfaitaires, de moyennes, de ratios, ou, sauf justification pertinente, de coefficients de pondération est à écarter comme de nature à déformer l'appréciation des actionnaires. Il est préférable d'indiquer les résultats donnés par les critères retenus en déterminant une fourchette à l'intérieur de laquelle va se situer la parité. De plus, le choix de celle-ci à l'intérieur de la fourchette doit être justifié !

47. On fera trois remarques :

1. La référence à une méthode multicritères est née de la volonté de prendre en compte, dans la détermination du prix, de manière combinée, les différentes facettes que constituent la valeur intrinsèque ou mathématique, liquidative, de rendement ou de rentabilité, ou encore la valeur boursière.

2. L'exclusion de la pondération se justifie facilement quand on note que chacune de ces approches se réfère à un contexte économique particulier d'utilisation des actifs de la société et qu'il n'y a pas lieu de les additionner mais au contraire de justifier le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée par l'acquéreur.

3. En ce qui concerne l'évolution dans les fusions, la jurisprudence a admis l'abandon de la méthode multicritères quand elle ne convenait pas. Mais l'évolution vers l'utilisation obligée de la pondération telle qu'elle est précisée dans l'interprétation de l'article 5.2.7 du règlement du CBV a été consacrée à l'occasion des privatisations et rappelée par le Conseil constitutionnel dans sa décision du 25 juin 1986 qui indiquait que devaient être pris en compte « selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur boursière des titres, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir ».

48. On sera sensible au fait que cette formule a été reprise dans la loi du 6 août 1986 sur les privatisations (34). La situation actuelle apparaît ainsi comme le résultat d'un double glissement par rapport à l'esprit de la recommandation de 1977 de la COB : la multiplication du nombre des critères et leur pondération.

À côté de cette réglementation, la pratique encore très récente des retraits

obligatoires révèle une évolution importante.

B - L'ÉVOLUTION DE LA MÉTHODE D'ÉVALUATION DANS LES OFFRES PUBLIQUES DE RETRAIT SUIVIES DE RETRAIT OBLIGATOIRE

49. On observe en matière d'offres publiques de retrait suivies de retrait obligatoire un relâchement sensible dans l'application de la méthode multicritères. Il semble bien qu'à cette occasion se développe le recours à la méthode d'évaluation par les *cash flow* futurs actualisés, méthode dont l'application à grande échelle a été importée des États-Unis où elle est connue sous le nom de méthode DCF (*discounted cash flow*). Il convient de se demander tout d'abord s'il existe une spécificité de l'évaluation dans le cadre du retrait obligatoire (1) avant de confronter l'hypothèse aux retraits obligatoires déjà mis en œuvre depuis l'entrée en vigueur de la loi du 31 décembre 1993, mettant en œuvre diverses méthodes d'évaluation financière (2). À cette occasion, s'opère d'une façon saisissante un rapprochement entre les méthodes effectivement retenues en la matière et les méthodes appliquées aux États-Unis (3).

1. L'hypothèse de la spécificité de l'évaluation dans le cadre du retrait obligatoire.

50. Par l'effet de la loi du 31 décembre 1993, l'article 6 bis de la loi du 22 janvier 1988 dispose désormais à propos de la technique nouvelle du retrait obligatoire que « l'évaluation des titres, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actif, tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité. Cette indemnité est égale au montant le plus élevé entre le prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait et l'évaluation précitée ». Dans ce nouveau contexte, doit-on définir de manière différente une valeur de référence pour indemniser l'actionnaire minoritaire ? On pourrait le supposer du seul fait que l'offre publique, qu'elle soit d'achat ou de retrait, a pour pivot un prix, défini traditionnellement comme un prix acceptable. Dans la situation, inédite en droit français, du retrait obligatoire, il s'agit de déterminer une indemnité pour une expropriation. Le caractère acceptable du montant ne paraît plus un critère pertinent puisque, par définition, il n'a plus besoin d'être accepté.

(28) V. *infra*, n° 54.

(29) *Le retrait obligatoire*, préc., n° 78, p. 792.

(30) *Ibidem*, n° 79, p. 792. V. aussi D. Martin, préc., p. 305.

(31) Not. la recommandation publiée au Bulletin mensuel COB n° 95, juillet-août 1977.

(32) V. *supra*, n° 31 s.

(33) V. *supra*, n° 34.

(34) V. *supra*, n° 34.

51. Dans ces conditions, l'expertise devrait sans doute prendre en considération les « traces d'expropriation » (35) que recèle cette procédure. Dès lors, le rôle de l'expert indépendant n'est pas d'évaluer les titres de la société ; il lui faudra apprécier si le montant proposé au minoritaire constitue ce que l'on désigne comme « un prix équitable », ce qui suppose de vérifier la nature des critères et des pondérations utilisés. Des problèmes se posent en particulier pour la prise en compte des filiales cotées qui peuvent induire par transparence une valeur pour les titres non cotés de la société mère ou inversement.

52. On mesure aisément l'intérêt pratique du mécanisme du retrait obligatoire qui permet l'achèvement d'une réorganisation financière et structurelle et de l'opportunité d'un procédé de marché demandé unanimement par les professionnels et dans lequel le minoritaire trouve généralement son compte, notamment du fait de la liquidité que son titre avait perdue et qui lui est ainsi restituée, en le faisant bénéficier d'un prix que le marché ne lui aura pas nécessairement offert. D'une façon plus générale, il convient de reprendre la prémisse fondamentale selon laquelle les offres publiques sont créatrices de richesse, ce qui conduit à considérer que tout mécanisme qui les favorise est dans une certaine mesure bénéfique à l'activité économique et au marché financier (36).

53. Mais, il convient dans le même temps de mesurer à quel point cette technique du retrait obligatoire bouleverse le droit français. En effet, c'est la première fois que notre système admet une expropriation analysée par la doctrine comme étant pour cause d'utilité privée (37), ou à tout le plus pour cause d'utilité économique, alors que le droit de propriété privée a été défini comme la première concrétisation de la liberté individuelle, ce qui a d'ailleurs justifié notamment sa qualification de droit à valeur constitutionnelle (38). On sait que la jurisprudence en conséquence refuse d'admettre tout mécanisme d'expropriation pour cause d'intérêt privé, refusant même le contrepoint de la théorie de l'abus de droit (39). Ainsi, le retrait obligatoire, transposé du mécanisme du *squeeze out* né dans le système américain, paraît heurter la tradition juridique française. Pourtant l'arrêt Sogénal y voit un procédé justifié par l'ordre social et

économique (40). On peut faire plus précisément référence à ce type d'utilité publique que sert le marché, notamment financier.

54. En outre, on fait référence à un « prix juste et équitable » (41). Rien n'est plus difficile et hasardeux que de définir *a priori* ce qu'est un prix juste et équitable. C'est sans doute une des raisons pour lesquelles la notion de prix juste, définie comme une valeur dans les choses, n'a jamais trouvé droit de cité dans le droit des obligations. Cela tient également à la définition subjective du contrat qui limite le contrôle du juge (42) au caractère libre et éclairé des consentements, postulant que dans de telles conditions, le prix sera satisfaisant puisqu'il est accepté. On comprend ainsi que le prix recevable dans une offre publique soit le prix acceptable. Mais la notion de juste prix prétend à une objectivité, une exactitude en lui-même, indépendamment de la présomption née de l'acceptation. Et l'on observe une certaine volonté à se référer en pratique à un juste prix en matière de retrait obligatoire puisque précisément l'acceptation n'existe plus.

Il ne faut pas pour autant en déduire que le juste prix fasse abstraction de la position respective des parties. En effet, la valeur des choses, d'une action par exemple, doit prendre en considération les bénéfices publics ou privés, la prime de contrôle, etc. (43). En outre, cette objectivité dans les choses ne contredit pas le fait général selon lequel l'évaluation est reconnue comme un mécanisme où interfre la subjectivité (44), ce qui rejoint d'ailleurs l'observation très générale selon laquelle l'examen d'un phénomène objectif est nécessairement subjective sans qu'il faille y voir un manque de scientificité (45). Cependant, il ne faut pas pour autant adhérer à l'illusion d'une découverte objective d'une valeur en soi. Ainsi, les méthodes d'évaluation d'un juste prix et d'un prix acceptable peuvent se rejoindre (46).

55. En toutes hypothèses, on s'accorde à ce que le prix soit équitable. On aurait certes pu penser que les termes recouvraient une même exigence, à savoir la correspondance effective entre le bien et le montant proposé, c'est-à-dire la valeur, notion que le droit français avait, sans doute prudemment, jusqu'ici tenu éloignée de la notion de prix. Une indemnité juste est celle qui correspond à la valeur ; une indemnité équitable est

celle qui satisfait celui qui la reçoit. C'est pourquoi une indemnité équitable, contrairement à une indemnité juste, devra faire abstraction de la qualité de minoritaire, laquelle affecte à la baisse pourtant la valeur de l'action. En effet, l'équité retrouve ici son sens étymologique, selon lequel l'équité désigne l'égalité dans les rapports de force, un « comme si » d'égalité de force alors que les forces en présence ne sont précisément pas les mêmes. On observera qu'il s'agit notamment du sens technique de la notion de « procès équitable » et la notion américaine de « arms length » (47). C'est pourquoi l'intersubjectivité ne doit plus être prise en considération pour le calcul du prix équitable, en faisant abstraction de la situation de minoritaire et de majoritaire. La théorie du détenteur unique (*sole owner*) (48) devient alors particulièrement adéquate puisqu'elle se définit précisément par une telle abstraction.

56. Ainsi, en droit commun, lorsque l'on est dans une hypothèse d'évaluation d'un préjudice, seul le critère de la « justesse » doit être respecté, en raison du principe général de la réparation intégrale. Parce que le retrait obligatoire comprend en plus une sorte d'expropriation d'un minoritaire en situation de faiblesse, le montant sera satisfaisant s'il est équitable et non plus seulement conforme à la correspondance exacte de la valeur, c'est-à-dire juste. Ainsi, si l'initiateur choisit un montant situé dans le haut des fourchettes, dont la pertinence a été ultérieurement validée par l'expert indépendant, alors le prix sera non seulement juste au sens objectif du terme, mais manifestement équitable, c'est-à-dire juste au sens subjectif du terme. Ainsi, même si le prix est excessif par rapport à la valeur, le caractère équitable surétabli mettra l'initiateur à l'abri de toute contestation. C'est d'ailleurs pourquoi aucune contestation concernant les retraits obligatoires ne s'est fait jour jusqu'au moment où l'initiateur a choisi dans le bas de la fourchette, à propos des titres Sogénal. On peut d'ailleurs penser que certains prix proposés pour les retraits obligatoires contenaient une prime implicite de contestation, l'initiateur choisissant de surévaluer pour éliminer le risque contentieux.

57. Pourtant, l'évaluation réalisée dans le cadre du retrait obligatoire n'implique pas de méthode différente que celle réalisée dans le cadre de l'offre de retrait (49) car dans un cas comme dans l'autre il s'agit de définir un prix en s'abstrayant de la situation fortement déséquilibrée dans laquelle se trouve l'actionnaire minoritaire. En effet, dans

(35) A. Viandier, *Le retrait obligatoire*, préc.

(36) M. Nussenbaum, *Fusion-acquisition et théorie financière du marché du contrôle*, Les Petites Affiches, à paraître.

(37) Ch. Leroy, *Le retrait obligatoire ou l'expropriation des actionnaires minoritaires à la suite d'une offre publique de retrait*, préc. ; A. Viandier, *Le retrait obligatoire*, préc., n° 3 s., p. 783.

(38) Cons. Const., 16 janv. 1982, in *Les grandes décisions du Conseil constitutionnel*, préc., n° 33, pp. 470 s.

(39) Civ. 3^e, 7 nov. 1990, RTD civ. 1991, p. 563, obs. F. Zéni.

(40) Paris, 16 mai 1995, préc., p. 20.

(41) A. Viandier, *Le retrait obligatoire*, préc., n° 44, p. 788.

(42) V. *infra*, n° 90.

(43) M. Nussenbaum, « L'évaluation du prix dans les offres publiques : valeur fondamentale et valeur d'acquisition », préc.

(44) V. *supra*, n° 44.

(45) Sur cette conception épistémologique sur laquelle la majorité s'accorde et son application plus particulière à la science juridique, V. Ch. Atias, *Épistémologie juridique*, coll. « Droit fondamental », PUF.

(46) V. *infra*, n° 54.

(47) J.-H. Riggs, *Les acquisitions de sociétés aux États-Unis ; la notion de « juste prix » et le contrôle des tribunaux*, préc., p. 286.

(48) V. *infra*, n° 61.

(49) Th. Forschbach, *La procédure de retrait obligatoire*, préc., n° 20.

le cadre de l'offre publique de retrait, le prix offert va tenir compte du caractère minoritaire des titres dont l'offre de retrait est proposée et cela d'autant plus si l'offre est initiée à la demande des minoritaires comme ce fut le cas pour AHM.

Dans ces conditions (50), rien n'oblige l'initiateur à intégrer dans le prix offert une prime de contrôle comme ce serait le cas dans une OPA où il s'agit pour lui de prendre le contrôle d'une société.

58. Avant l'entrée en vigueur du retrait obligatoire, l'initiateur savait, dans la procédure qui préexistait, que s'il souhaitait s'assurer de l'apport effectif des titres, il devait offrir un prix incitatif (51) aux actionnaires minoritaires. Le retrait obligatoire lui assure la faisabilité de cet apport. Il serait à tout le moins inéquitable que cela se fasse à un prix inférieur à celui qui aurait prévalu sans l'existence de cette procédure. Certes, il existait toujours dans l'esprit du minoritaire, qui n'apportait pas ses titres à l'offre, l'espoir d'une amélioration future de la situation de l'entreprise qui était susceptible d'entraîner une hausse du prix ou encore l'attente d'une situation qui obligerait l'actionnaire majoritaire à proposer une prime par rapport à la valeur des titres et à leur caractère minoritaire, pour être certain qu'ils soient apportés à l'offre.

59. Le retrait obligatoire supprime cette opportunité. Certains pourraient en déduire que cette procédure dépasse par là-même le minoritaire d'une sorte d'option de vente dont la date et le prix d'exercice seraient déterminés par l'offre de retrait. Une telle analyse est inexacte car, comme l'a montré l'exemple de AHM, le fait pour les minoritaires de ne pas apporter leurs titres à l'offre publique simplifiée au prix de 125 F, qui avait précédé l'offre de retrait dans l'espoir d'une plus-value future, a constitué un mauvais calcul puisque l'offre de retrait s'est faite à 100 F. En effet, s'il existe pour l'actionnaire minoritaire qui conserve des titres une chance de les voir monter, il existe symétriquement un risque de les voir baisser. Néanmoins, il apparaîtrait inéquitable que le prix proposé dans le retrait obligatoire n'intègre pas la valeur de cette privation du droit de vendre dans le futur que l'on assimile à une expropriation.

60. Le problème est cependant d'évaluer ce droit. Or il faut bien noter que le cours d'une action, à un instant donné, lorsque son marché est suffisamment liquide, intègre les anticipations qu'ont les différents agents des possibilités tant

de hausse que de baisse. En conséquence, le fait de vendre au prix correspondant ne prive pas le détenteur des titres des possibilités de hausse puisqu'elles sont intégrées dans le prix mais pour leur valeur au moment de la vente. Reste à déterminer ce prix lorsque le cours boursier n'est pas considéré à lui seul comme représentatif de la valeur du titre comme c'est le cas pour les offres de retrait où le marché est trop étroit. Le rôle de l'analyste est donc de compenser la capacité du marché à exprimer un prix juste et équitable.

61. Il existe à cet égard plusieurs approches théoriques. Pour Lucien Arye Bechuk (52), le prix doit être celui qui s'établirait si le détenteur des titres était unique, ce qui entraîne que les actionnaires minoritaires et dispersés ne doivent pas être pénalisés par leur dispersion. Or ceci arrive en pratique du fait de l'absence de coordination entre les actionnaires. Certains peuvent penser que s'ils n'apportent pas leur titre à l'offre, ceux-ci se trouveront dévalorisés si l'offre réussit. Ils acceptent, de ce fait, un prix inférieur à celui qu'ils auraient admis s'ils étaient seuls détenteurs des titres (53).

Pour d'autres, comme Alan Schwartz (54), la référence au prix de marché est la seule justifiée dès lors que le prix proposé se situe au-dessus de ce dernier. Cette approche suppose l'efficacité du marché et en conséquence du prix qui s'y instaure et néglige les risques qui résultent pour les actionnaires dispersés de cette situation d'offre. Les initiateurs peuvent en effet intégrer ce facteur de dispersion pour proposer un prix inférieur à celui que pourraient obtenir les actionnaires avec la règle précédente du détenteur unique. Elle repose, de plus, sur l'idée implicite que les actionnaires des sociétés cibles ne doivent pas bénéficier d'une rente particulière qui viendrait constituer un frein au mécanisme de régulation que constituent les offres publiques. Une telle approche est cependant non seulement, de moins en moins admise dans le contexte des offres publiques, et *a fortiori* dans celui des offres de retrait.

62. La situation est cependant plus complexe car aucune offre ne pourrait réussir si les actionnaires ne considéraient pas que le prix offert est avantageux du fait qu'il est supérieur au prix susceptible de s'établir sur le marché

(52) *The sole owner standard for takeover Policy*, Journal of Legal Studies, vol. XVII, janv. 1988.

(53) Cet ajustement est justifié par la rupture de la règle de l'unanimité que constitue la décision à la majorité. La jurisprudence américaine considère de ce fait que l'actionnaire minoritaire a le droit de réclamer une évaluation externe qui détermine le prix plancher qui doit leur être proposé (Cf. D.R. Fischel, *The appraisal remedy in corporate Law*, American Bar Foundation Research Journal, 1983, pp. 875 s.

(54) A. Schwartz, *The fairness of tender offer prices in utilitarian theory*, Journal of Legal Studies, vol. XVII, janv. 1988, pp. 165 s.

après l'offre (55). C'est donc cette menace potentielle d'une diminution de la valeur après l'offre par rapport au prix offert qui incite l'actionnaire minoritaire à apporter son titre à l'offre.

Cependant, s'il existe différentes approches pour caractériser la détermination du prix dans les offres de retrait, il n'existe rien de tel ni sur le plan théorique ni sur le plan réglementaire pour définir la fixation d'un prix qui revêt un caractère indemnitare dans le cadre du retrait obligatoire car il faudrait prendre en compte de surcroît, l'éventuelle valeur de la privation du droit d'agir que constitue cette expropriation. La Cour d'appel de Paris a décidé cependant de lier prix de l'offre publique de retrait et indemnisation du retrait obligatoire. Dans l'arrêt Sogénéal, précité, elle considère « que la procédure de retrait obligatoire... constitue un mécanisme boursier dont le dénouement répond à des règles analogues à celles de l'opération de marché que constitue l'offre publique de retrait ; ... l'offre de retrait « fait corps » avec le retrait obligatoire qui la suit ; que en l'absence d'intervention d'un élément nouveau entre les deux opérations d'offre de retrait et de retrait obligatoire, une même valeur de l'action a pu être retenue, la qualification d'indemnité... n'ayant pas, quant au mode d'évaluation, la portée que lui attribuent les requérants » (p. 12). C'est pourquoi il paraît particulièrement intéressant d'analyser l'évolution de la pratique de l'évaluation dans ce contexte.

2. L'analyse des offres publiques de retrait suivies de retrait obligatoire mises en œuvre.

63. L'analyse porte sur un échantillon de vingt-cinq opérations sur la période allant de novembre 1994 à mars 1995.

- BIP.
- Bertrand Faure.
- Brio expansion.
- Case Poclair.
- Cedex.
- Cubic France.
- Darty et Fils.
- Editions Belfond.
- Etex.
- Euromarché et Viniprix.
- Fromageries Girod.
- Matra Communication.
- Nestlé Sources International.
- Orsan.
- Parthena Investissement - Astorg - Compagnie d'investissement.
- Pneumatiques Kléber.
- PPG Industries France.
- La Réunion française.
- Saint-Gobain Papier Bois.
- Schlumberger Industries.
- Siemens Nixdorf Information Systems SA.

(55) *Gross Man et Hart Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation*, Bell J of Economics, vol. 11, printemps 1980.

(50) M. Nussenbaum, « L'évaluation du prix dans les offres publiques : valeur fondamentale et valeur d'acquisition », préc.

(51) Mémoire DEA de finances, Cl. Karsenty, *La question de la protection des actionnaires minoritaires en France. Etude empirique sur les offres de retrait*, 1994, Paris-IX/Dauphine.

- Société générale alsacienne de Banque Sogenal.
- Stemi.
- Tuileries de Marseille et de la Méditerranée.
- Usines et Fonderies Arthur Martin.

64. On peut tirer de l'examen de ces offres les constatations et enseignements suivants :

- Les critères des cours de bourse et des dividendes sont éliminés 20 fois sur 25 car jugés non significatifs.

- L'évaluation par les *cash flow* actualisés (ou flux de liquidités) est utilisée chaque fois qu'elle est possible soit 10 fois sur 25. Elle est éliminée notamment pour les sociétés holding comme Saint-Gobain Papier Bois ou Tuileries de Marseille, ou les banques BIP et Sogenal ou lorsque les flux futurs paraissent trop difficiles à déterminer (cas de Pneumatiques Kléber) et enfin pour des sociétés de portefeuille comme Parthena Investissement.

- Les évaluations tendent à être structurées en opposant les méthodes intrinsèques ou fondamentales dans laquelle la société est évaluée de manière isolée sans référence au marché boursier, pour laquelle sont privilégiées la valeur patrimoniale et la valeur de rentabilité déterminée par capitalisation de flux de revenus futurs qu'il s'agisse de flux de liquidité ou de dividendes et les évaluations par comparaison utilisant des références boursières pour définir des multiples de résultats ou même de chiffre d'affaires.

65. Il convient d'étudier minutieusement les différentes méthodes d'évaluation utilisées. Ainsi, à partir de l'observation des offres d'offre de retrait suivie de retrait obligatoire, on relève l'utilisation de méthodes fondamentales, telles que :

a) l'approche par les flux actualisés (Etex, Euromarché, Viniprix, Nestlé Sources, Cedest, Cubic France, Case Poclair, Schlumberger Industries, Bertrand Faure, PPG, Stemi) ou encore ;

b) la valeur patrimoniale reposant sur l'estimation de l'actif net réévalué (20 fois sur 25).

66. La référence à la valeur patrimoniale est souvent prise au sens large après réévaluation de tous les actifs, y compris les fonds de commerce exploités par la société, suivant les éléments d'évaluation suivants :

- le fonds de commerce

- BIP d'après les normes professionnelles et à partir de la marge brute d'exploitation,

- Belfond d'après les transactions sur les fonds éditoriaux ;

- les actifs corporels

- en fonction de leur valeur de remplacement (Nestlé),

- en fonction de leur valeur vénale (cas des immeubles pour Belfond ou des terrains pour Tuileries de Marseille),

en fonction de standards internationaux (cas des actifs cimentiers de CEDEST évalués à l'aide d'un multiple du résultat d'exploitation ou du prix à la tonne de ciment) ;

- les actifs hors exploitation (Cf. Pneumatique Kléber où un bien immobilier a été réévalué. De même Parthena pour laquelle un terrain a fait l'objet d'une réévaluation) ;

- les marques et autres actifs incorporels d'après le chiffre d'affaires pour Nestlé ou d'après l'actualisation des redevances perçues et le coût de remplacement pour Usines et Fonderies Arthur Martin ;

- les titres de participation à partir d'une estimation spécifique (Tuileries de Marseille ou Parthena Investissement et Astorg).

67. Mais l'on relève aussi l'utilisation de l'évaluation par comparaison. Cette approche, dite de comparaison, est essentiellement de nature empirique ou encore analogique (56). Elle porte sur la comparaison de divers ratios observés dans le cadre de sociétés cotées comparables ou encore de transactions connues. Cette méthode est largement utilisée (18 cas sur 25) mais est utilisée de façon différente selon les cas.

Dans deux cas, Etex et BIP, les experts s'insurgent de manière vigoureuse contre les moyennes de multiples se référant à des critères hétérogènes : « un prix déterminé en fonction d'une moyenne de résultats de plusieurs méthodes peut être discutable dans son principe » (Ernest et Young Corporate Finance pour BIP). « Il nous semble justifié de privilégier les comparaisons fondées sur les ratios assis sur le résultat d'exploitation » (ODDO, Etex). Dans le cas de Cubic, la moyenne est calculée par rapport aux deux seuls critères du résultat net et du *cash flow* pour 1994 et 1995.

68. Dans les autres cas, comme Pneumatiques Kléber ou Nestlé Sources International, les comparaisons sont effectuées par référence à des critères multiples : chiffre d'affaires, excédent brut d'exploitation, actif net, résultat d'exploitation, pour lesquels est calculée une moyenne. On relèvera surtout que la méthode multicritères pondérée n'est jamais utilisée car les initiateurs se situent le plus souvent à la valeur moyenne la plus haute de la fourchette définie par les différentes méthodes utilisées.

C'est notamment le cas pour les sociétés suivantes :

- Cubic, Belfond, Saint-Gobain Papier Bois, Kléber, Nestlé, Cedest, BIP, Viniprix et Euromarché (« les valeurs proposées se situent dans le haut des fourchettes »), Tuileries de Marseille, Schlumberger, Orsan, PPG...

(56) V. *supra*, n° 33.

Il arrive même fréquemment que le prix soit fixé au-dessus de la valeur de référence signalée comme étant la plus haute. Citons à titre d'exemple : Arthur Martin (200 F contre 159 F), Siemens (115 F contre 57,5 F), F. Girod (210 F contre 112,4 F), Case Poclair (25 F contre 16 F), Brio Expansion (282,5 F contre 242,05 F), La Réunion française (530 contre 466 F)...

69. Dans certains cas, la valeur retenue n'est pas la plus haute de la fourchette, notamment pour ETEX où la fourchette s'avérait à la fois très large et difficile à interpréter du fait notamment de la pertinence de l'échantillon de comparaison. Il en est de même pour Sogenal pour laquelle le prix proposé se situe très sensiblement en dessous du maximum de la fourchette (185 F contre 221 F pour la valeur patrimoniale) ou encore pour Stemi (1 467 F contre 1 869 F) pour l'actif net réévalué, ce qui conduira l'expert indépendant à signaler que la valeur d'actif net corrigée d'une décote de négociation sur l'ensemble « du parc des wagons et conteneurs et de la fiscalité sur les plus-values latentes » ne s'établirait plus qu'à 1 584 F soulignant ainsi implicitement que la référence à l'actif net n'est pertinente que si ce dernier correspond à une valeur vénale nette des coûts de transaction.

Lorsque plusieurs critères sont utilisés, les moyennes sont établies à l'intérieur des critères de la même famille (par exemple à l'intérieur des méthodes de comparaison) mais il n'existe jamais de pondération entre méthodes différentes.

70. A titre d'exemple, pour Nestlé, on note :

Méthode appliquée	F par action
Approche patrimoniale	1 104
Flux nets de liquidité	1 146
Approche sectorielle :	
- transaction récente	1 239
- comparaison boursière	967

« L'ensemble des méthodes appliquées conduit à une fourchette de valorisation par action comprise entre 967 F et 1 239 F ; Le prix retenu dans le cadre de l'offre publique de retrait et de la procédure de retrait obligatoire, soit 1 300 F par action, fait apparaître une prime de 5 % sur la valeur la plus élevée. »

71. L'arrêt Sogenal présente un grand intérêt à cet égard. On sait que (57) la plupart des prix d'offre se situent dans le haut de la fourchette des valeurs, les sociétés initiatrices ayant interprété le caractère indemnitaire du prix comme justifiant d'une prime apparente par rapport à la moyenne arithmétique des valeurs de la fourchette alors que la loi réglementant le retrait obligatoire n'a pas fait mention à juste titre d'une quelconque valeur plancher pour la détermination du prix. On peut considérer qu'une telle restriction aurait risqué d'avoir un effet perturbateur sur le fonc-

(57) V. *supra*, n° 56.

tionnement du marché en amont, les actionnaires anticipant le retrait obligatoire pour bénéficier d'une indemnité garantie. Or, le caractère indemnitaire du prix doit seulement viser à corriger la situation déséquilibrée de l'actionnaire minoritaire sur le marché.

Dans le cas de Sogenal, les actionnaires minoritaires ont tout d'abord demandé que leur soit attribué à titre de valeur plancher le prix correspondant à la valeur d'actif net réévaluée puis également contesté l'évaluation qui avait été faite du prix proposé. Or il faut souligner que la valeur d'actif net réévalué ne peut s'imposer comme valeur plancher que s'il est effectivement possible de céder les actifs à ce prix. Dans les autres cas il s'agit d'une valeur d'utilité reposant en partie sur des conventions comptables et qui ne bénéficie pas d'un statut privilégié par rapport aux valeurs d'utilité déterminées par les autres méthodes d'évaluation. La Cour d'appel de Paris a d'ailleurs indiqué dans l'arrêt Sogenal, marquant ainsi une évolution par rapport au formalisme de l'arrêt AHM, que la méthode multicritères devait être appliquée avec souplesse puisque « l'évaluation n'est pas fondée sur les critères énoncés mais en « tient compte », les autres pouvant être pondérés entre eux. La liste indicative des critères donnée par l'article 6 bis de la loi du 22 janvier 1988 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 » (p. 13).

De ce fait, la Cour consacre l'utilisation possible de critères non prévus explicitement par les textes au rang desquels « l'actualisation des bénéfices futurs » (p. 15), car ce critère permet d'appréhender « les perspectives d'activité de la société », même s'il prend en compte des estimations dépassant l'horizon prévisionnel normalement limité à deux ou trois années.

72. Dans les cas de Astorg Compagnie d'Investissement et Parthena Investissement, opérations entamées juste après la contestation des actionnaires minoritaires de Sogenal, les initiateurs ont privilégié une seule méthode, celle de l'actif net réévalué en soulignant qu'elle conduisait à une valeur supérieure au cours boursier étant précisé qu'il n'a pas été tenu compte d'un abattement spécifique aux sociétés de portefeuille.

Il est même mentionné dans le rapport de l'expert indépendant relatif à Parthena Investissement, que si cet abattement se justifie « lors de la cotation en bourse, dans la mesure où l'actionnaire minoritaire est condamné à subir les arbitrages d'actifs auxquels procède la Direction de la société... au moment d'une offre publique de retrait, l'idée retenue est celle du partage entre les

divers actionnaires des actifs accumulés dans le passé. Ce partage est définitif et n'implique donc plus de risque ultérieur d'arbitrage d'actifs ». C'est pourquoi le calcul de l'actif net réévalué correspondant tient compte des coûts de réalisation des actifs non cotés (coûts de financement liés aux délais et impôts sur les plus-values) de façon à correspondre effectivement à une valeur de cession.

73. L'analyse qui précède des premières offres de retrait obligatoire conduit à formuler les observations suivantes :

- La pratique récente des offres de retrait suivie de retrait obligatoire tend à éliminer dans la mise en œuvre de la méthode multicritères telle qu'elle est prévue par l'article 5.2.7 du règlement général du CBV la pratique de la pondération.

- Elle tend à privilégier des méthodes fondamentales (ou intrinsèques) reposant sur la prise en compte de résultats futurs, simulés sur un horizon temporel très long allant généralement jusqu'à l'infini. Une telle approche est utilisée très fréquemment dans les évaluations servant de base aux transactions financières alors qu'elle paraissait éliminée par la réglementation boursière ou réduite au court terme (2 à 3 années au maximum).

- Ainsi cette nouvelle procédure en laissant l'initiative aux professionnels de l'évaluation tend à réduire l'écart existant entre l'évaluation « réglementaire » (conforme à l'article 5.2.7) et l'évaluation des praticiens.

74. Cette évolution n'est pas le fruit du hasard, elle tend à rapprocher la pratique française de la pratique internationale et principalement nord-américaine qui se réfère systématiquement aux quatre méthodes suivantes (58) :

- cash flow actualisés (DCF) ;
- comparaisons boursières ;
- transactions comparables ;
- valeur patrimoniale lorsque la cession séparée de certains actifs est possible et conduit à une valeur globale supérieure à celle des autres méthodes d'évaluation.

Cette pratique a de plus été consacrée par la jurisprudence.

3. La convergence de la pratique française de l'évaluation dans le cadre des retraits obligatoires avec la jurisprudence américaine.

75. La prise en compte des éléments prévisionnels, que l'on constate dans les évaluations des prix proposés dans le cadre des offres de retrait récentes, n'est que la traduction normale des pratiques professionnelles. Elle a certes été écartée par la réglementation boursière française parce qu'elle était considérée

comme étant trop subjective mais c'est sans doute une illusion que d'affirmer la possibilité d'une méthode objective d'évaluation (59). Les tribunaux américains, confrontés aux mêmes difficultés, ont apporté en 1984 une réponse qui a conduit à écarter la méthode multicritères pondérée (60) et exiger la prise en compte des résultats futurs dans la détermination du prix à travers la méthode des cash flow actualisés.

76. Ainsi les établissements financiers qui procèdent à l'élaboration de « *fairness opinions* » peuvent utiliser les approches professionnelles de l'évaluation parmi lesquelles (61) la méthode des cash flow futurs actualisés, conjointement avec les méthodes de comparaison et les valeurs patrimoniales. Il faut souligner que les méthodes patrimoniales sont particulièrement requises dans l'optique d'une possibilité de cession séparée des différentes entités (62) qui composent l'entreprise lorsque cette cession conduit à une valeur supérieure à celle obtenue par la méthode des cash flow actualisés (63).

77. Le caractère apparemment subjectif de la détermination des paramètres qui gouvernent l'utilisation de la méthode des cash flow actualisés qui repose sur des données prévisionnelles ne signifie pas que ceux-ci puissent être déterminés de manière arbitraire :

- les taux d'actualisation doivent être justifiés par référence aux primes de risque historique des actions et aux taux du marché obligatoire ;
- les prévisions d'activité doivent s'appuyer sur des analyses raisonnables (Cf. le concept d'investigation raisonnable) (64).

78. Ainsi, l'évaluation des titres de société dans le cadre des offres de retrait ne devrait pas être envisagée de manière purement formelle par référence à plusieurs critères ou méthodes dont chacune renvoie à des utilisations différentes des actifs de l'entreprise ou à des contextes économiques différents.

Chacune de ces réalités doit être explicitée de manière spécifique comme l'a recommandé la COB en 1977. On doit distinguer l'approche fondamentale ou intrinsèque qui se réfère aux seules

(59) V. *supra*, n° 36 s..

(60) L. Herzel et D.E. Colling, *Establishing Procedural Fairness in Squeeze out mergers offer Weinberger v. UOP*, *The Business Lawyer*, vol. 39, août 1989, pp. 1525 s.

(61) R.-J. Giuffa, *préc.*

(62) *Ibid.*, p. 138.

(63) On notera à titre d'exemple que dans le cas de l'offre portant sur les titres de CEDEST, l'expert indépendant a bien noté « qu'il est toujours délicat de déterminer un actif net réévalué dans la mesure où il ne semble pas dans la stratégie actuelle des nouveaux actionnaires minoritaires Groupe Origny de céder les actifs autres que ceux liés aux branches engrais et grenailles... Les actifs de Cedest étant directement nécessaires à l'exploitation, ils sont en effet peu susceptibles de faire l'objet de réévaluations significatives ».

(64) Feuerstein, *Valuation and fairness opinions* 32, *Bus Law*, 1, 337 (1977), p. 1332.

(58) R. Gruffa, *Investment Banker's Fairness Opinion in corporate control transactions*, *The Yale Journal*, vol. 96, 1986, pp. 119 s.

caractéristiques de l'entreprise et comprend :

1. L'approche patrimoniale dans une optique de cession séparée des actifs lorsque ceux-ci ont une valeur supérieure séparés qu'exploités conjointement.

2. La valeur par les *cash flow* actualisés qui correspond à la valeur de l'entreprise dans son exploitation actuelle en fonction de ses perspectives raisonnablement estimées sans limiter l'avenir à un horizon court,

et l'approche comparative ou analogique qui prend en compte les valeurs boursières et les résultats de transaction ayant affecté des sociétés comparables.

Ces différentes méthodes déterminent un intervalle de valeurs à partir duquel on doit situer le prix offert. Il doit appartenir à l'initiateur de justifier la valeur retenue compte tenu de la situation économique spécifique de l'entreprise sans recourir à une pondération arbitraire.

79. Il importe dans ces conditions de s'interroger sérieusement sur la pertinence des pondérations. Bien que la loi n'ait pas indiqué que le prix proposé pour les retraits obligatoires devait correspondre au haut de la fourchette, la pratique montre, à travers les premières offres que nous avons analysées, que pour la plupart d'entre elles, c'est effectivement cette solution qui a été retenue. De ce fait les évaluations présentées peuvent ne pas respecter tout le formalisme de la méthode multicritère pondérée sans que cela n'entraîne de contestation. Cependant lorsque le prix proposé ne correspond pas à la valeur la plus élevée, tout écart éventuel par rapport au formalisme de la réglementation conduit comme l'a montré l'exemple de Sogenal à des contestations des actionnaires minoritaires.

80. Mais s'il est une chose de discuter de la pertinence des méthodes d'évaluation au regard de l'évolution de la science et des pratiques financières, cela en est une autre d'accorder corrélativement un pouvoir de contrôle par le juge des méthodes d'évaluation des prix et des indemnités. Cela semble en effet heurter la tradition juridique française ; cela n'en paraît pas moins nécessaire.

III

LE CONTRÔLE PAR LE JUGE DES MÉTHODES D'ÉVALUATION DU PRIX

81. Jusqu'ici, il semble que le juge, et plus particulièrement la Cour d'appel de Paris, n'ait porté qu'une appréciation

formelle en matière d'évaluation de prix dans les offres publiques, cette attitude au regard des textes du droit financier n'étant que le reflet général des positions adoptées sur la question générale du pouvoir d'appréciation du juge des méthodes d'évaluation des prix au regard des principes du système juridique français (A). Il n'est pourtant pas exclu d'envisager une évolution du droit positif vers un contrôle plus direct et plus actif du prix par le juge, ce qui justifiera en retour un moindre formalisme de la part de l'expert quant à la méthode d'évaluation choisie et suivie (B).

A - LE POUVOIR D'APPRECIATION PAR LE JUGE DES MÉTHODES D'ÉVALUATION DU PRIX

82. Il convient ici d'examiner le pouvoir d'appréciation par le juge des méthodes d'évaluation des prix au regard des textes du droit financier (1), sans pouvoir se dispenser de se reporter au pouvoir ou à l'absence de pouvoir que plus généralement le système juridique lui donne en la matière (2).

1. Le pouvoir d'appréciation par le juge des méthodes d'évaluation du prix au regard des textes de droit financier.

83. Même s'il reste acquis que le prix proposé reste - sauf dans l'hypothèse de la garantie de cours - du pouvoir de l'initiateur, le système français se caractérise par un contrôle administratif du prix, assuré par le Conseil des bourses de valeurs, au nom de l'intérêt du marché (65). Il s'agit certes d'un contrôle de méthode, au nom d'une certaine impérativité de la méthode multicritères (66) mais pour lequel l'autorité de marché reconstruit les calculs, procède elle-même à l'évaluation et peut ainsi en conclure que le prix est ou n'est pas « satisfaisant » (67). À observer les décisions déjà rendues par la cour d'appel sur cette question, on remarque que le contrôle opéré sur recours par le juge semble de moindre ampleur dans la mesure où il se contente de vérifier le respect formel du multicritères. En faisant abstraction de l'arrêt du 19 septembre 1994, *Avenir-Havas-Media* (68) et avant l'arrêt Sogenal, il s'agit plus précisément des arrêts du 7 novembre 1990, *Champy* (69), du 18 avril 1991,

(65) V., par ex., A. Viandier, *OPA, OPE, garantie de cours, retrait OPV. Droit des offres publiques*, 2^e éd., Litec, 1993, n° 553, p. 129.

(66) V. *supra*, n° 29 s.

(67) Avis SBF n° 91-3644 du 5 décembre 1991 sur l'offre du Printemps.

(68) V. *supra*, n° 15 s.

(69) D. 1991, IR, p. 20 ; Bull. Joly, 1991, § 12, p. 63, note P. Le Cannu ; RDB et de la Bourse 1991, n° 24, p. 68, obs. M. Jeantin et A. Viandier.

PABIM (70) du 20 novembre 1991, *Bol-loré* (71) du 8 juillet 1992, *Biscuits Poult* (72) et du 16 juin 1993, *Chevillot* (73).

84. Les arrêts réaffirment la référence qu'il convient de faire en la matière à l'article 5.2.7 du Règlement du Conseil des bourses de valeurs. Puis, le juge opère un contrôle formel de l'utilisation de la méthode multicritères, se référant par ailleurs fréquemment aux notes que la Société des bourses françaises émet à cette occasion (74). En quelque sorte, il s'agit d'un contrôle de la motivation, ce qui s'apparente à un contrôle minimum du fait et ne permet guère aux lecteurs de mesurer la pertinence financière des critères à la seule lecture de l'arrêt (75). Un auteur a pu ainsi souligner d'une façon imagée que « la copie est retournée sans annotation » (76). On appréciera d'autant plus les éclaircissements apportés par l'arrêt Sogenal.

85. Toujours est-il que l'arrêt *Champy* rappelle, à propos d'une offre publique de retrait, que « les éléments déterminant le prix des actions retirées doivent être connus, objectifs et fondés sur des critères tenant compte de leurs divers paramètres d'évaluation, mis en œuvre de manière homogène et, en cas de rémunération par échange de valeurs, adaptés à la nature économique de l'opération et à l'usage auxquels sont destinés les titres de substitution, selon qu'il s'agit d'une prise de participation dans une autre société ou d'un simple placement ». Dans le même sens, l'arrêt *Biscuits Poult* pose le principe d'une vérification par le Conseil que « les éléments de détermination du prix de retrait des titres sont connus et exacts, que les critères d'évaluation retenus sont multiples, significatifs, objectifs, mis en œuvre de manière homogène et qu'ils conduisent à un résultat équitable... », devant prendre en compte des critères de valorisation spécifiques à l'entreprise donnée. Mais l'on pourrait concevoir un contrôle plus profond du juge sur le montant proposé, ne serait-ce qu'au nom de la supériorité du droit sur le fait et parce que le juge judiciaire intervient sur recours comme juge du fond et non pas comme juge de cassation.

86. Certes, l'on pourrait soulever l'argument selon lequel le juge judiciaire, par tradition, a en charge la sauvegarde des

(70) JCP 1991, éd. E. p. 167, note A. Viandier ; Bull. Joly, 1991, § 213, p. 610, note P. Le Cannu.

(71) Bull. Joly, 1992, § 16, p. 69, note P. Le Cannu.

(72) Bull. Joly, 1992, § 391, p. 1210, note L. Faugérolas ; RD bancaire et bourse 1993, p. 49, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; RJDA 1992, n° 1143.

(73) Bull. Joly, Bourse, 1993, § 111, pp. 590 s., note L. Faugérolas.

(74) V. par ex., arrêt *Chevillot*, préc.

(75) V., par ex., P. Le Cannu, sous l'arrêt *Champy* préc., Bull. Joly, 1991, p. 70, à propos du critère du cours de bourse.

(76) P. Le Cannu, sous l'arrêt *Padim*, préc., Bull. Joly, 1991, p. 613.

intérêts particuliers tandis que l'autorité de marché a en charge la défense du marché financier : la rectitude de l'évaluation concernant plus le second que le premier, même si l'on a pu qualifier la méthode multicritères comme « l'arme absolue anti-minoritaires » (77) et si l'hypothèse de l'offre de retrait et du retrait obligatoire et l'exigence d'un prix équitable pèsent dans le sens contraire (78). Ainsi, l'autorité de marché a donc une légitimité supérieure à opérer un contrôle plus direct sur le prix. Mais une conception si restrictive de l'office du juge en matière économique n'est plus de mise (79) et l'on a montré la collaboration très étroite du juge et de l'autorité de marché dans la mission de sauvegarde de l'intégrité et de l'efficacité du marché (80).

De la même façon, on a pu soutenir que la nécessité de permettre aux différentes autorités de marché d'être indépendantes impliquait le caractère allégé du contrôle que le juge exerce sur leurs décisions. Mais cela n'est exact que concernant les décisions dites « politiques » des autorités (81), ce dont ne relève manifestement pas le contrôle reprendre une ampleur naturelle dans les autres hypothèses (82).

87. Il est d'ailleurs vrai que le juge judiciaire s'autorise un contrôle direct sur l'évaluation en elle-même lorsqu'elle recèle une « erreur manifeste », l'arrêt *Pabim* se référant au simple grief d'erreur. L'hypothèse est fréquemment soulevée dans les différents arrêts mais jusqu'ici le juge n'a jamais relevé semblable erreur. Certes cette référence évoque notamment le contrôle étroit que le juge opère dans l'évaluation du prix fixé par le tiers de l'article 1592 du Code civil (83) ou encore celui du contrôle minimum que le juge administratif opère sur les actes d'opportunité de l'administration ou celui que le Conseil constitutionnel opère sur les choix du législateur (84). Mais en l'espèce on imagine mal en raison de la compétence technique et de l'objectivité des professionnels et des organes en cause des hypothèses concrètes d'er-

reurs manifestes. On peut éventuellement penser qu'il s'agirait de l'hypothèse d'un prix lésionnaire (85) néanmoins admis par le Conseil des bourses de valeurs et sanctionné à ce titre par le juge. C'est dans ce sens que le droit communautaire sanctionne au titre de l'abus de position dominante le « prix non équitable », visé dans l'article 86-a.

88. Il semble bien qu'une des raisons majeures de la légèreté du contrôle des méthodes d'évaluation ait pour fondement un raisonnement de politique jurisprudentielle consistant à ne pas encourager des recours systématiques concernant les prix, alors que le droit financier exige plus que tout autre la rapidité des procédures et des transactions. C'est pourquoi il semble que le juge se contente, pour une offre publique de retrait, d'un contrôle par l'autorité de marché d'un prix non lésionnaire là où l'on pouvait s'attendre à un contrôle du juste prix (86). Il est vrai que la détermination des prix dans les offres publiques de retrait, plus encore lorsqu'elles sont suivies d'un retrait obligatoire, suscite plus que dans d'autres hypothèses du contentieux, en raison des minoritaires estimant la contrepartie insuffisante (87), ce qui explique les prix offerts relativement élevés (88).

89. Cela renvoie à la question générale et très délicate de l'opportunité de ce que l'on se plaie à appeler une « gestion des flux judiciaires », mis en balance avec le principe de l'accès à la justice et au droit à la protection du juge. Sans vouloir trancher abruptement une question très sensible et politique, on relèvera cependant que la doctrine s'est inquiétée d'un tel mouvement en ces termes : « Un risque persiste néanmoins dans ce type de contentieux, à savoir l'acceptation de la politique du fait accompli. Bien qu'il soit légitime d'éviter les recours intempestifs, il ne faudrait pas à cet égard que la Cour soit perçue comme se reposant peu à peu sur les compétences techniques des autorités administratives qui légitimeraient le prix du majoritaire » (89).

2. Le pouvoir d'appréciation du juge des méthodes d'évaluation du prix au regard des principes du système juridique.

90. Il est néanmoins exact qu'un contrôle plus direct du juge sur les méthodes d'évaluation, souhaitable en lui-même et corollaire naturel d'une plus grande liberté de l'expert dans le choix de sa démarche, est d'autant plus difficile qu'il est contraire à la tradition du

système juridique français. En effet, les offres publiques n'étant jamais que des contrats de vente procéduralement organisés, plane encore sur elles l'ombre de l'article 1134 du Code civil, tel qu'interprété par le droit classique des obligations. Dans cette perspective, le contrat fait non seulement la loi des parties mais encore celle du juge. Il ne saurait mettre pied dans le système autarcique d'un accord qu'il n'a pour mission que de servir. C'est ainsi qu'un regard critique ou modelleur du juge sur le prix n'est guère concevable. Ce caractère intouchable du prix par le juge est renforcé par la définition subjective du contrat, comme accord de volontés libres et éclairées, ce qui détourne le juge d'un examen des éléments objectifs du contrat et notamment le prix.

91. Sans vouloir nier le poids des traditions et la nécessité de leur respect (90), on relèvera cependant que le pouvoir du juge judiciaire sur le contrat ne cesse de s'accroître et de porter précisément sur l'équilibre objectif des prestations (91). En outre, l'impossibilité théorique d'un contrôle direct du juge sur le prix a abouti à des jurisprudences de contournement, telle que celle mise en place à propos de l'indétermination du prix, qui constituent des remèdes pires que les maux (92). Il y a ainsi bien des effets pervers à cette indifférence feinte du juge pour le prix. Enfin, on observera que le droit français est isolé en cela, notamment au regard des droits anglo-saxons (93), position mise de plus en plus en porte-à-faux par le jeu des conventions internationales (94). Au regard d'une évolution générale prévisible et déjà en mouvement d'une intervention judiciaire plus étendue sur les éléments objectifs du contrat, on peut alors souhaiter sur la question qui nous occupe une évolution du droit positif actuel.

92. Cette évolution est d'autant plus admissible si l'on prend en compte la spécificité des offres publiques de retrait et des retraits obligatoires par rapport aux autres types d'offre. La difficulté vient du fait que la jurisprudence a rappelé qu'en matière d'offre publique de retrait, il s'agit d'un prix (95), tandis que la loi dispose expressément qu'il s'agit d'une indemnité en matière de retrait obligatoire. Le lien logique et temporel que la loi établit pourtant entre offre

(77) L. Faugérolas, *Bull. Joly, Bourse*, 1993, p. 593.

(78) V. *supra*, n° 50 s. C'est pourquoi l'arrêt *Padim*, préc., affirme qu'en cas d'offre publique de retrait, « il appartient au Conseil des bourses de valeurs de veiller à ce que le prix en numéraire proposé par l'actionnaire majoritaire pour l'achat des titres restant dans le public ne lèse pas les intérêts des porteurs minoritaires ».

(79) M.-A. Frison-Roche, *Vers un droit processuel économique*, *Justices*, 1995, n° 1, pp. 91 s. ; *L'office du juge en matière économique*, Mélanges J. Foyer, à paraître.

(80) G. Canivet, *Le juge et l'autorité de marché*, *Rev. jur. com.* 1992, pp. 185 s.

(81) CE, Ass., 16 avr. 1986, et 17 déc. 1986, RFDA 1987, p. 21, concl. M. Fornacciari.

(82) N. Decoopman, « Le contrôle juridictionnel des autorités administratives indépendantes », in *Les mutations du droit administratif*, CURAPP, PUF, 1993, pp. 211 s., spéc. pp. 223 s.

(83) Com., 9 avr. 1991, *Bull. civ. IV*, n° 139, p. 100, RTD civ. 1992, p. 133, obs. P.-Y. Gautier.

(84) Cons. const., 16 janv. 1982, préc.

(85) V. L. Faugérolas, *Bull. Joly*, 1992, p. 1214.

(86) P. Le Cannu, *Bull. Joly*, 1991, p. 612, qui en conclut qu'une place est ainsi faite au *dolus bonus*.

(87) A. Viandier, *OPA, OPE*, préc., n° 1873, p. 385.

(88) V. *supra*, n° 56.

(89) L. Faugérolas, *Bull. Joly*, 1992, p. 1214.

(90) V., à propos de la propriété privée et du retrait obligatoire, *supra*, n° 53.

(91) V., par ex., F.-X. Testu, *Le juge et le contrat d'adhésion*, JCP 1993, I, 3673.

(92) V., par ex., M.-A. Frison-Roche, *L'indétermination du prix*, RTD civ. 1992, pp. 269 s., spéc., n° 49 s., pp. 299 s.

(93) V., not., J. Belot, *La détermination judiciaire du prix dans le contrat*, RRJ 1982, 2, pp. 349 s.

(94) Notamment la Convention de Rome sur la vente internationale de marchandise du 11 avril 1980.

(95) Paris, CBV, 6 avr. 1994, RD bancaire et bourse, 1994, pp. 267, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche, JCP 1994, éd. E, I, obs. A. Viandier.

publique de retrait et retrait obligatoire va sans doute faire éclater la contradiction (96), sauf à nier la distinction entre le prix et l'indemnisation comme le fait l'arrêt Sogénal. Mais, si l'on en reste dans l'hypothèse du retrait obligatoire, l'office du juge se constitue donc à l'égard d'une indemnité et non d'un prix, même si des maladroites de rédaction ou le lien précité entre offre publique de retrait et retrait obligatoire aboutissent à parler de « prix de l'indemnisation » (97).

Or, le droit positif a toujours admis la souveraineté de l'appréciation des juges du fond quant à l'évolution des indemnités correspondant aux différentes sortes de dommages.

Plus proche de notre sujet, à propos de l'application de l'article L. 13-13 du Code de l'expropriation, la jurisprudence a rappelé que le juge du fond dispose du pouvoir souverain d'adopter celle qui lui paraît appropriée (98) et en pratique l'on observe que les juges judiciaires arrivent couramment à des montants différents que ceux retenus de prime abord par l'administration. Certes, en matière d'offre de retrait, le texte du règlement du Conseil des bourses de valeurs est plus contraignant que l'article L. 13-13 précité qui se contente d'une référence à la réparation intégrale du préjudice mais l'on voit que, lorsque le prix joute l'indemnité, le pouvoir du juge ne pose pas de difficultés théoriques.

B - LA PERSPECTIVE D'UNE ÉVOLUTION DU DROIT POSITIF QUANT AU CONTRÔLE PAR LE JUGE DES MÉTHODES D'ÉVALUATION DU PRIX

93. Si l'on peut évoquer la perspective d'une évolution du droit positif, il faut

(96) M.-A. Frison-Roche, *Les conséquences de l'offre publique de retrait suivie de retrait obligatoire sur la structure sociétaire*, préc.

(97) Article 5.2.7 du Règlement général du CBV.

(98) Civ. 3^e, 28 mars 1990, AJPI 1990, p. 693, obs. A.B.

alors nécessairement se pencher sur les textes eux-mêmes (1) avant d'envisager la question de l'ampleur du pouvoir judiciaire (2).

2. La perspective d'une évolution dans l'interprétation des textes.

94. La rédaction actuelle du règlement du Conseil des bourses de valeurs, l'article 5.2.7, tel qu'interprété comme imposant une approche multicritères pondérée de l'évaluation, pourrait sans doute être modifiée au profit d'une rédaction ou d'une interprétation plus proche des exigences qu'avait formulées en 1977 la Commission des opérations de bourse. Cela est d'autant plus concevable que des textes ultérieurs, de valeur législative, telles la loi relative à la privatisation ou celle relative au retrait obligatoire, a avancé des méthodes d'évaluation plus proches des méthodes communément admises, notamment aux États-Unis.

95. On aurait pu penser à une intervention législative en ce sens, généralisant alors une appréciation portée jusqu'ici ponctuellement pour ces deux techniques financières particulières que sont la privatisation et le retrait obligatoire. La loi peut d'ailleurs toujours reprendre ce qu'elle avait laissé par délégation au pouvoir réglementaire des autorités de marché. Mais tout d'abord, le droit financier comme les autres branches du droit souffre de cette inflation législative dont les innovations se nichent dans des lois fourre-tout après un débat parlementaire qui est souvent de médiocre qualité. On a pu d'ailleurs observer que les méthodes d'évaluation ne doivent pas faire l'objet de critères légaux rigides (99). Il convient donc, dans la perspective d'un droit qui se forme de lui-même par un mécanisme d'auto-observation (100), de demander bien plutôt à l'autorité régulatrice du marché, c'est-à-dire le Conseil des bourses de valeurs, de modifier l'article de son règlement ou l'interprétation qui en a été faite, étant observé que le plus adéquat pour rectifier une interprétation est de procéder à une nouvelle interpréta-

(99) D. Martin, *Les critères d'évaluation et le droit des acquisitions*, préc., p. 303.

(100) V. *supra*, n° 12.

tion sans modifier les textes, dans une sorte de parallélisme des formes. Cela pourrait se faire par silence, en excluant désormais la référence à la pondération. Mais l'arrêt Sogénal montre remarquablement qu'une interprétation souple et nuancée de textes inchangés résoud bien des difficultés et permet de justifier en droit le choix du ou des critères les plus appropriés à la société faisant l'objet de l'évaluation.

2. La perspective d'un accroissement du pouvoir de contrôle du juge.

96. Quant au juge, on a vu qu'un contrôle plus direct, équivalent à celui assuré dans un premier temps par l'autorité de marché, serait concevable avec une nouvelle conception de l'office du juge en matière économique, avec une nouvelle relation s'établissant entre le juge et le contrat. Certes, les juges eux-mêmes pourraient craindre le poids d'un tel pouvoir et les justiciables redouter qu'en matière contractuelle s'étende ce « gouvernement des juges » que l'on suspecte ici autant qu'en matière normative. Mais on remarquera qu'en raison de la centralisation du contentieux boursier, le juge en question n'est plus guère un juge de droit commun, mais un ensemble de magistrats spécialisés, ayant su acquérir l'autorité liée à la compétence technique, à la connaissance des affaires. L'arrêt Sogénal augmente d'ailleurs le pouvoir d'appréciation que le juge porte sur l'emploi de critères d'évaluation (101).

97. Ainsi, l'on se rapproche d'un équilibre entre les différents intervenants du marché, le juge et l'autorité de marché, chacun trouvant sa source de légitimité dans l'étendue et la qualité du contrôle exercé par les autres. Non seulement l'autorité de marché mais aussi les juges disposent de tous les moyens propres à assurer un contrôle efficace et reconnu, chacun contribuant ainsi à l'autorité de l'autre et au maintien en toutes circonstances de la confiance nécessaire au bon fonctionnement et au développement du marché financier. ■

(101) Sur cette forme d'autorité, particulièrement présente en droit boursier, V. *supra*, n° 9 s.