

# L'ÉVALUATION DU PRIX DANS LES OFFRES PUBLIQUES : VALEUR FONDAMENTALE ET VALEUR D'ACQUISITION

**Maurice NUSSENBAUM**

*Professeur agrégé de l'Université Paris IX Dauphine  
Expert financier, agréé par la Cour de cassation*

**L**es années 1980 ont été caractérisées par un vaste mouvement d'opérations de croissance externe qui ont concerné l'ensemble des pays industrialisés et se sont traduites par des opérations d'acquisition de toute nature (O.P.A., O.P.E.) en bourse et hors bourse.

## Introduction

Une stratégie de croissance externe est choisie par une entreprise lorsqu'elle apparaît comme un moyen de développement, soit plus avantageux que la croissance interne parce qu'elle permet d'atteindre les mêmes objectifs à un coût inférieur, soit indispensable pour prendre possession de parts de marché ou d'activités complémentaires du portefeuille de l'entreprise acquéreuse.

Celle-ci cherchera ainsi à travers l'acquisition à bénéficier de différents avantages tels que les synergies industrielles ou financières.

L'organisation des marchés financiers qui veillent à assurer l'égalité entre les actionnaires, a contribué à organiser à travers les réglementations des prises de contrôle, une véritable concurrence entre les firmes acquérees.

Cette concurrence s'est traduite par l'apparition de primes de contrôle souvent importantes, payées par les acquéreurs en sus des cours boursiers. L'importance de ces primes est révélée par des études statistiques portant sur l'évolution des rendements boursiers avant et après l'annonce des offres publiques qui montrent l'apparition de rendements anormaux positifs, traduisant ce phénomène de

rupture dans l'évolution de la valeur du titre, que constitue la prime de contrôle.

La théorie financière a proposé de nombreuses explications pour cette prime de contrôle :

— L'acquisition révèle une gestion inefficace de la cible et l'acquéreur offre un prix correspondant à la vraie valeur anticipée.

— Les acquéreurs concurrents se livrent à des combats parfois violents et le prix offert traduit une volonté de pouvoir dont l'explication rationnelle n'est pas toujours évidente.

— La prise de contrôle rémunère les avantages supplémentaires que confère le contrôle et que n'offre pas l'acquisition ordinaire de droits sociaux : le choix des administrateurs, le choix de la politique industrielle et les avantages qui peuvent en découler dans le cadre d'un groupe.

Ces derniers avantages sont souvent qualifiés de bénéfices privés par la théorie financière, par opposition aux bénéfices destinés au public auxquels correspondent les dividendes.

Ainsi le changement de contrôle de la société apparaît comme la seule occasion, pour les minoritaires, titulaires de droits sociaux qui ne leur confèrent que le droit aux bénéfices publics à travers les dividendes, d'acquiescer une part des bénéfices privés revenant à l'acquéreur sous la forme capitalisée de la plus value correspondant à la prime de contrôle.

Dès lors, le problème du prix et de sa relation avec la valeur se trouve éclairé par cette opposition entre ces deux notions que sont la valeur fondamentale et la valeur d'acquisition et se pose alors le problè-

me de déterminer dans quelle mesure le prix d'offre doit traduire l'une ou l'autre des deux valeurs.

## 1. La valeur fondamentale

La valeur fondamentale correspond au point de vue de l'investisseur qui détient ou acquiert un paquet minoritaire d'actions dans le seul but d'encaisser des dividendes et de bénéficier d'une plus value à terme s'il décide de céder ses titres.

Cette plus-value est, bien entendu, impossible à estimer a priori, c'est pourquoi les approches théoriques reposent le plus souvent sur l'estimation de la valeur actualisée de la somme des dividendes futurs, calculée sur une durée infinie. Une telle méthode suppose de définir les hypothèses de taux de croissance des bénéfices et des dividendes qui traduisent les anticipations que l'investisseur peut construire aujourd'hui de l'évolution future du titre considéré.

En pratique, pour éviter tout caractère subjectif lié au choix des hypothèses d'évaluation, on a le plus souvent recours à des références d'entreprises comparables et de transactions récentes observées sur le marché.

C'est ainsi que l'article 2.2. de l'instruction COB d'application de l'article 20 du règlement 29.03 indique la référence à d'éventuelles opérations financières récentes ayant donné lieu à une évaluation de la société ou encore, la référence aux critères habituellement retenus pour des entreprises ayant le même type d'activité et la comparaison avec des transactions récentes comparables.

Ces références sont exploitées à travers des multiples dont la nature est définie par la même instruction COB : rapport sur prix de l'action sur résultat net ou sur marge d'autofinancement, également rapport du prix de l'action sur l'actif net comptable par action.

Ces références permettent de situer à la fois la valeur fondamentale (« critères habituellement retenus pour des entreprises ayant le même type d'activité ») et la valeur d'acquisition (« comparaison avec des transactions récentes comparables »).

### *1.1. Le rôle du C.B.V. dans le contrôle de la recevabilité du prix de l'offre et sa prise en compte de la valeur fondamentale*

Le C.B.V. dispose de 5 jours après la publication de l'avis de dépôt de l'offre pour émettre son avis sur la recevabilité de l'offre. Il va donc dans ce délai apprécier le prix et les parités proposées.

Pour apprécier le prix offert lors d'une O.P.A. ou la parité d'échange lors d'une O.P.E., le C.B.V. se réfère à l'article 5.2.7 de son règlement général, complété par un arrêté du 15 mai 1992 qui l'habilite à exprimer une appréciation critique en s'appuyant sur les critères d'évaluation usuellement retenus et sur les caractéristiques de la société visée. Il a recours à cet effet à une appréciation multicritère prenant en compte la moyenne des cours cotés, le chiffre d'affaires, la capitalisation de la marge brute d'autofinancement et du bénéfice net par action, le rendement et l'actif net réévalué par action.

La règle suivie en France apparaît donc différente de la règle britannique suivie par le Take over Panel qui se réfère exclusivement au cours le plus élevé auquel l'acquéreur a pu se procurer les titres durant la période de 12 mois ayant précédé l'offre.

La jurisprudence du conseil indique en effet que du fait de la disparité des sociétés et des marchés où sont cotés leurs titres et des problèmes de liquidité qui en résultent, elle privilégie une approche multicritères qui lui permet à travers la pondération donnée à tel ou tel critère dans un cas d'espèce, de tenir compte des motivations et des projets des initiateurs de l'offre.

Ainsi lorsque le C.B.V. apprécie la recevabilité de l'offre, il est conduit à s'interroger sur la valeur fondamentale de la société acquise et sur la position de l'offre par rapport à cette valeur dans le contexte de l'offre. Il n'exigera pas pour autant que celle-ci comporte une prime par rapport à la valeur fondamentale.

### *1.2. Le C.B.V. et la prime de contrôle*

L'article 5.2.7 du règlement du C.B.V. ne mentionne pas la notion de prime de contrôle.

Le C.B.V. a, en effet, estimé que l'absence de prime de contrôle ne constituait pas un élément de nature à justifier le réexamen du projet pour autant que le prix n'était pas un prix de lésion et que la faculté d'offres concurrentes permettait une éventuelle rectification en hausse du prix.

L'appréciation de la recevabilité ne fait pas référence à l'acquéreur et aux éventuels effets de synergie dont il va bénéficier : on peut donc dire que le conseil veille à ce que le prix offert corresponde au moins la valeur fondamentale de la société et que c'est au marché, à travers des offres concurrentes, de déterminer le prix effectif et par la même une prime de contrôle qui tienne compte des effets de l'acquisition pour l'acquéreur.

En raisonnant de la sorte nous assimilons l'approche multicritère pondérée du C.B.V. à la détermination de la valeur fondamentale. On doit cependant constater qu'elle connaît des limites dans son application du fait, à la fois des caractéristiques de l'offre et du marché lorsqu'il n'y a pas de possibilité d'offre concurrente et cela tout d'abord dans le cas des offres publiques de retrait.

### *1.3. Le cas des offres de retrait*

Le C.B.V. n'utilise pas de critère spécifique de valeur pour les offres de retrait. Il exige uniquement, en se référant à la même notion de valeur fondamentale, que le prix offert ne soit pas lésionnaire.

Ainsi dans l'O.P.R. Biscuits Poult (1), le C.B.V. a noté que le prix offert de 300 F était insuffisant, en se référant à plusieurs critères : taux de capitalisation du bénéfice et de la capacité d'autofinancement inférieurs à ceux observés sur

des sociétés comparables inscrites à la côte du second marché, prix inférieur à la moyenne des cours de Bourse de l'action Biscuits Poult pendant les six mois précédant le dépôt du projet.

Cependant dans une affaire récente, l'O.P.R. sur les titres de Avenir Havas Média (A.H.M.), le C.B.V. a approuvé le prix proposé de 100 F par titre soulevant ainsi des protestations d'actionnaires minoritaires qui s'attendaient à des conditions plus favorables et déclenchaient une procédure d'appel qui a jugé le recours recevable et a désigné un expert afin de vérifier les conditions d'application de l'approche multicritère (Cour d'appel de Paris — Arrêt du 6 avr. 1994).

Il faut bien rappeler que le cas des offres d'achat ou d'échange se pose très différemment de celui des offres de retrait. Dans le premier cas, la recevabilité de l'offre est conditionnée par l'existence d'un prix d'offre qui correspond à la valeur fondamentale et les éventuelles offres concurrentes sont là pour corriger une éventuelle faiblesse relative dans l'appréciation du prix et définir le niveau exact de la prime de contrôle. Pour les offres de retrait, l'absence de concurrence confère au C.B.V. une responsabilité beaucoup plus importante pour indiquer, si le prix proposé est bien équitable, compte tenu, soit du caractère force de l'offre, soit du caractère peu liquide du titre.

Dans l'espèce évoquée plus haut concernant les titres A.H.M., le Conseil a rappelé que le prix d'une offre de retrait obligatoire ne peut être confondu avec une quelconque indemnisation comme c'est le cas dans le cadre de la loi du 31 décembre 1993 sur le « squeeze out » (art. 16) où l'actionnaire majoritaire procède à une quasi-expropriation qui justifie un dédommagement.

Dans le cas d'une O.P.R., le Conseil est tenu de vérifier si le prix proposé est acceptable au sens de l'article 5.2.7 du règlement général, c'est-à-dire par application d'une approche multicritère faisant intervenir de manière homogène, des éléments multiples, significatifs et objectifs, et non s'il est suffisant ou pourrait être supérieur.

Il n'est cependant pas précisé en quoi une approche indem-

(1) Avis S.B.F. n° 91-225 du 21 janvier 1991 relatif au projet d'offre publique de retrait visant les actions de la société Poult.

nitaires pourrait conduire à un prix différent de celui qui correspond à la notion de prix acceptable. On peut éventuellement faire l'hypothèse que le caractère forcé d'une telle opération pourrait se traduire par un complément de prix destiné à le compenser. Il ne faut cependant pas aller trop loin dans cette voie, compte tenu de l'illiquidité des titres visés.

Le conseil a d'ailleurs admis que la remise en échange, d'un titre de qualité, émis par une des sociétés les plus représentative de la cote pourrait compenser une moins value apparente par rapport à la valeur fondamentale telle qu'elle résulte de la seule comparaison des chiffres (O.P.R. de L.V.M.H. sur Louis Vuitton et Veuve Cliquot, O.P.R. de la Société Générale sur Sogenal). C'est reconnaître ainsi que dans le cas des offres de retrait, des participations minoritaires correspondant à des titres peu liquides, peuvent subir une décote et que leur valeur est inférieure à la valeur fondamentale ; c'est donc accepter implicitement le concept de prime négative d'illiquidité.

Le conseil a également admis que lorsque l'offre n'était pas obligatoire mais permettait uniquement une sortie aux actionnaires minoritaires qui ne souhaitaient pas participer aux destinées de l'entité restructurée (Printemps, Canson et Montgolfier), il pouvait être proposé un prix représentant une décote par rapport à la valeur calculée par les services du C.B.V.

#### 1.4. Les limites de la prise en compte par le C.B.V. de la méthode multicritère et de la valeur fondamentale

L'application de l'analyse multicritère connaît des limites à la fois dans le contexte des offres de retrait et dans de nombreux cas particuliers, notamment pour évaluer les sociétés holding et les sociétés immobilières.

Dans ces derniers cas, les valeurs de transaction, comme les valeurs boursières font apparaître des décotes significatives par rapport aux valeurs d'actif net. Le conseil a admis ces décotes et les a appliquées de manière pragmatique dans ses décisions. Ainsi la valeur fondamentale telle que définie plus haut apparaît tantôt comme

une valeur plancher (cas des offres classiques) tantôt, comme une valeur plafond (cas des offres de retrait) lorsque l'offre constitue une opportunité offerte aux détenteurs de titres de les rendre liquides par le rachat ou l'échange.

#### 2. La valeur d'acquisition et la prime de contrôle

La valeur d'acquisition diffère de la valeur fondamentale qui ne repose que sur les seuls flux distribuables par l'entreprise car elle incorpore en plus la valeur attribuée par les acquéreurs potentiels au contrôle, c'est-à-dire à la possibilité de gérer les ressources de l'entreprise, d'en désigner les organes dirigeant, de prendre les décisions d'investissement et de disposer de l'ensemble des flux de fonds générés par les actifs.

De ce fait, la valeur d'une action appartenant à un bloc de contrôle est valorisée à un niveau plus élevé que ne l'est une participation minoritaire sans contrôle. C'est d'ailleurs ce que l'on constate à contrario dans le niveau plus faible de certains prix relatifs aux offres de retrait.

Comme il a été indiqué plus haut, la réglementation relative à la recevabilité des prix d'offre n'indique pas le caractère nécessaire de la prime de contrôle. L'article 2.2 de l'instruction COB d'application du règlement n° 89-03 mentionne bien la nécessité pour l'offreur de faire apparaître « la prime que représente le prix offert par rapport à la moyenne des cours de bourse des 3 et 6 derniers mois ». La jurisprudence du C.B.V. laisse aux offres concurrentes le soin de déterminer cette prime.

Seules les recommandations du conseil constitutionnel énoncées dans sa décision du 18 septembre 1986 concernant la loi de privatisation ont évoqué explicitement la nécessité de prendre en compte pour la fixation des prix des sociétés privatisées la notion de prime de contrôle dans le cas des acquisitions du contrôle de sociétés par des groupes d'acquéreurs.

« L'évaluation doit être conduite selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession et les prix d'acquisition d'un ensemble d'actions, donnant à

un groupe d'acquéreurs le contrôle de la société doivent être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique. »

Le Conseil précise cependant que doivent être utilisées des méthodes objectives, c'est à dire ne prenant théoriquement pas en compte l'avantage que présente l'acquisition pour l'acquéreur déterminé qui se trouve être le sujet de l'offre.

N'y a-t-il pas une contradiction avec la nécessité de tenir compte de la prime de contrôle, qui trouve sa justification économique dans les effets de synergie attendus, qui ont, au sens propre un caractère subjectif, c'est-à-dire spécifique en fonction du bénéficiaire, ou bien peut-on affirmer qu'il existe une valeur de marché de la prime de contrôle indépendamment des acquéreurs particuliers.

#### 2.1. Les modes de détermination de la prime de contrôle

La détermination de la prime de contrôle n'est pas à l'heure actuelle formalisable, comme peut l'être la valeur unitaire d'un titre à partir de la valeur actuelle des revenus futurs. La raison essentielle tient au fait que, pour un acquéreur potentiel, le prix maximum acceptable dépend des résultats prévisionnels de la société cible *compte tenu de la prise de contrôle, c'est-à-dire en incorporant l'impact des éventuels effets de synergie.*

Il existe ainsi théoriquement, autant de prix d'offre que d'acquéreur potentiels. C'est pourquoi l'analyse externe formalisée est difficile pour déterminer un prix d'acquisition.

L'analyse des transactions précédemment réalisées constitue un bon indicateur de la valorisation de la prime de contrôle par le marché, à un instant donné. Ces dernières ne constituent pas un a priori, mais la résultante du calcul effectué par comparaison ou par toute autre méthode appropriée (2).

Le recours à un P.E.R. de référence est très souvent effectué tout en notant qu'il doit être corrigé pour tenir compte des caractéristiques spécifiques de la cible telles que :

— le taux de croissance supérieur ou inférieur à la référence choisie,

— l'endettement, ce qui peut conduire à la définition

d'un P.E.R. sur une base non endettée,

— le capital de marques,  
— le caractère plus ou moins récurrent du résultat.

Il n'entre pas dans le rôle des autorités boursières de valoriser la prime de contrôle, car la notion de recevabilité s'entend comme une valeur convenable et non pas comme la valeur optimale pour le cédant.

#### 2.2. L'exemple américain et la fairness opinion

L'analyse des pratiques anglo-saxonnes et plus particulièrement de la pratique américaine permet d'approfondir ce débat.

Elle résulte du rôle accordé au Conseil d'administration qui doit protéger les droits de tous les actionnaires, et notamment ceux des actionnaires minoritaires.

Les administrateurs encourrent de ce fait une responsabilité qui peut être mise en œuvre par tout actionnaire minoritaire qui considère n'avoir pas reçu un juste prix pour ses actions dans le cadre d'une acquisition ou d'une fusion comme l'a montré la décision de la Cour suprême du Delaware en 1985 dans l'affaire Smith contre Var Gorkom. Celle-ci a considéré que les membres du Conseil d'administration avaient enfreint leurs obligations de mandataires sociaux en approuvant la fusion de la société avec une autre sans s'être préalablement enquis de l'opinion de professionnels des marchés financiers pour savoir si l'indemnisation proposée aux porteurs pour leurs actions constituait un juste prix.

La jurisprudence considère en effet, que les actionnaires minoritaires doivent avoir, soit la possibilité de négocier le prix de cession, soit être assurés que celui-ci sera juste ; la charge de la preuve incombe à l'actionnaire majoritaire. Ce caractère juste du prix est établi en ayant recours aux opinions de juste prix (« fairness opinions ») des professionnels de marchés financiers, mettant en œuvre différents critères d'évaluation, y compris dans certains cas, des critères qualitatifs, tel que les effets de synergie mentionnés plus haut.

La jurisprudence considère cependant généralement que l'

critère essentiel du jugement est la comparaison avec d'autres offres d'acquisition possibles lorsqu'elles existent, permettant d'établir si le prix offert est satisfaisant, tout en reconnaissant que les actionnaires minoritaires ne doivent pas nécessairement bénéficier de la prime de contrôle payée pour acquérir la majorité.

Lorsque de telles offres concurrentes n'existent pas, le principe demeure de déterminer qu'elles auraient été les conditions qui auraient prévalu dans une négociation équilibrée (at arms length). Cela revient de fait à appliquer une approche multicritère qui permette d'établir la valeur fondamentale en tenant compte, à la fois de l'éventuelle valeur de marché des titres, de la valeur de capitalisation du résultat et de la valeur d'actif net corrigé.

Dans le cas particulier d'une acquisition effectuée non par l'actionnaire majoritaire mais par un tiers, les mandataires sociaux de la société acquise doivent, pour ne pas engager leur responsabilité, se munir de l'opinion de spécialistes qui émettront, non seulement une opinion de juste prix (« fairness opinion »), mais aussi le cas échéant une opinion de prix adéquat (adequacy opinion).

La différence de signification de ces deux types d'opinion permet d'éclairer notre débat. L'opinion de juste prix permet de dire si le prix est au moins égal à un seuil minimal et de ce fait acceptable, alors que l'opinion de prix adéquat vise à indiquer le caractère optimal du prix offert et signale de ce fait sa limite haute (3).

Ainsi une offre peut être juste, mais non adéquate : le banquier avise alors son client que celui-ci pourrait sans doute obtenir des offres plus élevées.

Les mandataires sociaux doivent prendre en considération les offres concurrentes mais ne sont pas tenus de choisir nécessairement l'offre la plus élevée en fonction des spécificités de chacune des offres (notamment de leurs implications fiscales) à condition que leur choix soit fondé sur des raisons objectives et non sur la défense de leurs intérêts propres.

Si on rapporte ces observations à notre débat, on peut dire que la notion de juste prix se rapporte précisément à celle de

valeur fondamentale et celle de prix adéquat à la valeur d'acquisition en intégrant l'éventuelle prime de contrôle.

De ce fait, le juste prix, appliqué notamment dans le cas d'une offre de retrait, facultative ou obligatoire (comme dans le cas du squeeze out) revient à rechercher la juste valeur et non celle que l'acquéreur, du fait de son éventuelle position dominante est en mesure d'imposer à l'actionnaire minoritaire du fait de la faible liquidité de ses titres et de l'absence d'offres concurrentes.

Cette juste valeur est celle qui ressort du prix de marché si celui-ci est actif, soit de l'actif net réévalué si l'entreprise dispose d'actifs facilement cessibles, soit encore de la valeur de rentabilité obtenue en capitalisant les bénéfices de la société au taux du marché. Il est cependant admis que les actions détenues par des actionnaires minoritaires ont moins de valeur que les actions dites majoritaires.

Cette approche rejoint la préoccupation du C.B.V. qui utilise une méthode multicritère. Cependant, à la différence de la situation française, la « fairness opinion » engage la responsabilité de l'établissement qui l'émet ainsi que celle du Conseil d'administration de la société. Celui-ci a la charge de la bonne adéquation de son offre non pas vis-à-vis de la SEC (Securities and Exchange commission), mais vis-à-vis des minoritaires alors qu'en France, cette preuve de caractère acceptable de l'offre n'est apportée qu'au C.B.V. en vue de la recevabilité de l'offre.

### Conclusion

L'évaluation du prix des offres soulève plusieurs questions :

- De quel prix s'agit-il ?
- Qui doit en assurer le contrôle ?
- Qui en est responsable ?

### De quel prix s'agit-il ?

Comme on l'a remarqué, les textes ne lèvent pas toute l'ambiguïté qui existe entre la valeur fondamentale et la valeur d'acquisition et notamment en ce qui concerne les offres de retrait, la pratique admet des primes négatives par

rapport à la valeur fondamentale, qui résultent des spécificités de l'offre. Le prix recevable est donc au moins la valeur fondamentale dans le cas des offres classiques et peut lui être inférieur dans le cas des offres de retrait. On peut ainsi s'interroger sur l'existence d'une inégalité de fait entre les actionnaires qui répondent à une première offre classique et ceux qui apportent leur titre dans un second temps dans le cadre d'une offre de retrait.

Quant à la prime de contrôle, elle ne constitue pas une contrainte pour le C.B.V. C'est au marché qu'il convient de la fixer à travers les offres concurrentes ou le risque d'insuccès de l'offre.

### Qui doit en assurer le contrôle ?

La pratique française laisse au C.B.V. le soin d'assurer le contrôle en basant son évaluation sur une méthode multicritère pondérée. Compte tenu des définitions, ce conseil dispose d'un pouvoir assez large pour apprécier le prix proposé mais laisse aux minoritaires des possibilités de recours devant la Cour d'appel de Paris qui contrôlera la mise en œuvre effective par le C.B.V. de l'évaluation multicritère. Le C.B.V. a d'ailleurs rappelé que sa mission consistait à vérifier si le prix offert était seulement acceptable et non s'il est suffisant ou pourrait être supérieur.

### Qui est responsable du prix proposé ?

A notre sens, cette question demeure relativement sans réponse dans la pratique française alors que la pratique américaine engage la responsabilité des administrateurs et de leurs conseils pour les opinions qu'ils donnent aux minoritaires. Ce système ne laisse aux organes disposant d'un pouvoir réglementaire que le contrôle des informations concernant le prix offert et non celui de leur détermination.

Quelle solution est à la fois la plus équitable et la plus efficace. Il est difficile de répondre. En tout état de cause, la solution américaine ne conduit pas à réduire le nombre des actions en justice.

(2) Dans le rapport présenté au Sénat sur la prise de contrôle de UTA par Air France, ont été mises en évidence deux méthodes de détermination de la prime de contrôle.

Le vendeur s'appuyait sur la moyenne des primes de contrôle observées sur le marché boursier sur les sociétés d'aviation ; l'acquéreur a estimé, quant à lui, les synergies potentielles.

(3) On a vu, qu'il en est de même pour le C.B.V. qui situe sa mission dans la vérification du caractère acceptable au sens de l'article 5.2.7. du règlement général, du prix offert et non dans la recherche de son caractère suffisant ou optimal.

# LES PETITES AFFICHES

LA LOI

LES JOURNAUX JUDICIAIRES ASSOCIES

N° 71 - 50 F - CE NUMÉRO COMPORTE 2 CAHIERS

15 JUIN 1994 - 383<sup>ème</sup> ANNEE

NUMERO SPECIAL

1<sup>er</sup> CAHIER (120 pages)

2

## LE JUGE ET LE MARCHÉ BOURSIER

**dans les grands systèmes d'Europe  
et d'Amérique du Nord**

COUR D'APPEL DE PARIS

UNIVERSITÉ DE PARIS IX DAUPHINE

BARREAU DE PARIS

COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

CONSEIL DES BOURSES DE VALEURS

17 et 18 mars 1994

**Ouverture du colloque par M. Pierre MÉHAIGNERIE,**  
*ministre d'Etat, garde des Sceaux, ministre de la Justice*

121

2<sup>e</sup> CAHIER (64 pages)

**ANNONCES JUDICIAIRES ET LÉGALES**

LES PETITES AFFICHES

2, RUE MONTESQUIEU - 75001 PARIS - TÉL. 42.61.56.14 - 42.61.56.15 - FAX. 47.03.92.02

TOUR AVENIR OUEST, 64, RUE DU 8-MAI-1945 - 92025 NANTERRE CEDEX - TÉL. 42.61.17.69

LA LOI

60, QUAI DES ORFÈVRES - 75001 PARIS - TÉL. 43.26.54.25 - FAX. 46.34.19.70