

LES PETITES AFFICHES

LES JOURNAUX JUDICIAIRES ASSOCIES

N ~ 143 - 20 F - CE NUMÉRO COMPORTE 2 CAHIERS

29 NOVEMBRE 1995 - 384' ANNEE

J M E R O S P E C I A

1^{er} CAHIER (44 pages)

2

L'OFFRE PUBLIQUE SUR LE MARCHÉ BOURSIER

L.ES CONF. LITS D'INTÉRÊTS'EIV[®] PRÉSENC
Droit comparé et finance

MAÎTRISE DES SCIENCES ET TECHNIQUES COMPTABLES
D PARIS IX D UPHINE

ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Colloque des 4 et 5 avril 1995
(suite et fin)

45

2^e CAHIER (64 pages)

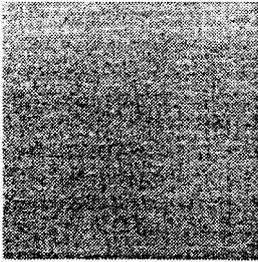
ANNONCES JUDICIAIRES . ÉGALES

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 42.34.52.34 - FAX. 46.34.19.70



II. Issue et répercussions d'une offre publique

1) Issue d'une offre publique

L'ISSUE D'UNE OFFRE, PRÉSENTATION GÉNÉRALE

Marie-Anne FRISON-ROCHE

Professeur à l'Université Paris IX Dauphine

Directeur de l'Institut de droit économique, fiscal et social

Dans cette présentation générale du thème qui nous occupe, on observe que l'issue d'une offre peut être plus ou moins prévisible, plus ou moins réussie.

Cela tient au fait que l'offre publique est par définition un processus au résultat incertain. Il faut excepter bien sûr le retrait obligatoire mais précisément ce dernier n'est pas une offre publique et l'on peut même douter qu'il puisse être réduit à la simple qualification de procédé d'achèvement d'une offre publique de retrait. On y reviendra.

L'offre publique est incertaine parce que, souvenir du droit des contrats, elle est une offre de contracter qui peut ne rencontrer aucune volonté d'achat. Il faut aussi tenir compte du fait que, concernant l'offre publique d'achat et par nature, le mécanisme de surenchère doit toujours rester possible. C'est l'enseignement de l'arrêt O.C.P. (1) qui a posé le principe d'égalité des compétiteurs (2).

L'offre publique doit séduire l'actionnaire et le marché, exciter la convoitise, y compris celles d'autres initiateurs, tentés par la surenchère notamment si l'on devait analyser la première offre comme le signal d'une sous-évaluation boursière (3).

Mais, dans le même temps, l'initiateur, voire la société cible, ou encore le marché, ont intérêt à une prévisibilité de la procédure et de son issue.

Voyons très rapidement, dans cette simple introduction, comment jouer avec cette imprévisibilité inhérente mais crainte, par le thème de l'issue plus ou moins prévisible, avant d'observer celui de l'issue plus ou moins heureuse.

moins prévisible
d'une offre publique

Dans cet ordre d'idées, la première organisation qui vient

à l'esprit est l'organisation contractuelle, le contrat ayant toujours le pouvoir de fixer les choses pour l'avenir et de faire en sorte que demain soit identique à ce qui a été fixé aujourd'hui. Le contrat est le moyen juridique de disposer de l'avenir.

L'organisation contractuelle — de l'issue de l'offre

Dès lors, se pose la question de la validité et de l'efficacité des contrats de présentation de titres à l'offre. On peut s'interroger à ce propos car l'offre publique implique la liberté d'apporter ou non son titre, de changer d'avis ou de se laisser tenter par une contre-offre. On est tenté par une agie avec le mécanisme des conventions de vote qui apportent semblable sécurité et prévisibilité mais qui peuvent être nulles en confrontation avec la liberté de vote (4).

Mais, si les autorités de marché expriment des réserves quant à l'efficacité des engagements de présentation et que la doctrine signale qu'il n'existe pas d'« indiscutable validité ou efficacité » (5), une jurisprudence des juges du fond semblent pourtant s'orienter vers la validité de tels mécanismes (6). On devrait alors en tout état de cause poser l'impossibilité d'obtenir, en cas de non-respect de l'engagement de présentation, une exécution en nature, cette inexécution se résolvant en dommages et intérêts contractuels. Voilà donc une sécurité qui assoit la perspective d'une réussite de l'O.P.A.

Dans une conception plus procédurale, l'initiateur peut peser sur l'issue de l'O.P.A. en fixant lui-même ce qu'il entend par offre « réussie ».

L'organisation procédurale de l'issue de l'offre

On mesure ici la puissance de la volonté juridique sur le

**l'offre publique
sur le marché boursier**

(1) Paris, 27 avril 1993, *Mutuelle du Mans* cl. O.C.P., J.C.P., éd. E. 1993, II, 457, note A. Vandier; R.J. Coin. 1993, p. 244, note Ch. Boyer; Bull. Joly Bourse 1993, p. 396 L, note P. Le Cannu; R.D. bancaire et bourse 1993, p. 134, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche, *Petites Affiches*, 1993, n° 60, p. 20, obs. Cl. Ducouloux-Favard.

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

(3) V. cependant B. Husson, *Rev. fr. gestion*, 1989, sept.-oct., p. 86, et infra.

(4) Sur cette question discutée, v. not. P. Didier, *Les conventions de vote*, Mélanges I. Foyer, à paraître.

(5) A. Viandier, *O.P.A., O.P.E., garantie de cours, retrait O.P.V.* Droit des offres publiques, 1993, n° 465, p. 106.

(6) Trib. corn. Paris, 28 juillet 1986, *Rev. soc.* 1987, p. 58 s., note I.-J. Daigre.

vocabulaire et la réalité ainsi décrite et constituée. Ainsi la procédure trouvera sa bonne fin au seuil que l'initiateur fixe. Mais la volonté trouve aussi ses limites dans la mesure où le Conseil des bourses de valeurs contrôle le caractère admissible du seuil proposé lorsqu'il examine les conditions de recevabilité de l'offre.

Mais on peut s'interroger sur l'acceptation que le Conseil des bourses de valeurs retient du « seuil anormal ». On aurait pu penser que le seuil anormal se définit comme le seuil injustifié. Mais, à titre d'exemple, on nous a indiqué que la proposition d'un seuil à 95 % était anormale (7). Pourtant, ce seuil peut être aisément justifié puisque il a pour effet, si ce n'est pour objet, de déclencher l'intégration fiscale. Le seuil peut donc être tout à la fois justifié et anormal...

Il faut donc admettre que le seuil anormal se définit comme le seuil trop élevé, le seuil de 95 % ayant ainsi le tort d'être trop proche de 100 %. Le raisonnement renvoie à l'idée sous-jacente et première que l'offre publique serait alors sans risque puisque, si elle ne réussit pas parfaitement, elle ne se fait pas. Ce qui est anormal, c'est de fixer le seuil de façon à fausser l'incertitude. Il est donc dans les règles du jeu que l'offre publique qu'elle soit risquée, c'est-à-dire non pas qu'elle puisse réussir ou échouer, mais qu'elle puisse, dans une troisième branche de l'alternative tout à la fois aboutir et décevoir l'initiateur.

L'issue **plus** ou moins réussie d'une offre publique

Prenons donc l'hypothèse plus précise de l'issue. C'est sous l'angle procédural strict — et donc inadéquat — que l'on pourrait distinguer aussi nettement réussite de l'offre et échec de l'offre. Le diagnostic serait aisé.

Mais l'échec et la réussite se mesurent davantage par degrés : plus ou moins de réussite, plus ou moins d'échec.

Les degrés de réussite et d'échec de l'offre

Il n'y a sans doute pas d'échec total, même si l'offre n'aboutit pas, notamment parce que l'initiateur aura démontré au marché son goût du risque et

aura vu son nom dans les journaux, comme autant de publicité. De la même façon, sans doute, est seule une réussite l'offre ayant abouti mais qui également n'est qu'un procédé d'ajustement d'un contrôle déjà acquis ou programmé de longue date et dans l'intérêt de tous.

Dès l'instant qu'il y a de la violence, un enjeu, une modification structurelle — donc un dérangement — à la clé, il y a toujours une part d'échec, d'amertume, de perte, ne serait-ce que celle de ses illusions quand les alliés font défaut dans une offre publique, même procéduralement réussie. Cela est certes minoré lorsque l'offre se déroule sur un marché anglo-saxon, dans la mesure où l'on peut dire, d'une façon générale, que la « culture de marché » et le goût de la compétition y sont puissants (8) et les violences associées corrélativement mieux acceptées.

Ainsi, l'issue réussie ou ratée d'une offre se mesure à d'autres aunes que les *satisfecit* procéduraux. Elle se signale financièrement dans la valorisation des deux entreprises, initiatrice et cible. Mais elle se mesure aussi en perspective du marché lui-même, car l'offre peut être l'occasion d'un accroissement de confiance ou d'une perte de confiance, conséquence considérable dans la mesure où la confiance est le fondement de tout le marché financier. Cela est particulièrement vrai lorsque les opérateurs ont joué au plus malin avec le marché. En effet, l'habileté excessive peut finir par être sanctionnée par une défiance qui peut coûter très cher, non pas tant à l'acteur financier lui-même mais aux autres intervenants. Ainsi l'habileté de François Pinault a coûté à la place de Paris la suppression de l'opportunité financière d'O.P.A. à 66 %.

Mais prenons encore d'autres conséquences, que l'on peut qualifier alors de séquelles : les blessures d'orgueil. Si l'offre publique est inamicale (la métaphore n'est pas innocente), si l'orgueil des dirigeants est de la partie et si l'offre publique échoue, alors les blessures restent et les inimitiés réelles sont l'issue naturelle de l'agressivité procédurale.

Cela peut être plus important en France que dans d'autres systèmes d'organisation des entreprises. On a en effet maintes fois souligné la spécificité française qui repose sur l'économie de réseau, si ce n'est une chape, d'amitiés entre personnes issues des mêmes grandes écoles, qui s'exerce sur les conseils d'administration auxquels chacun participe tour à tour. S'il y a rupture dans cette amitié structurante, et l'offre publique peut alors en être la cause, il y a affaiblissement dans l'organisation.

Enfin, l'issue de l'offre n'a pas la même figure suivant la qualification de l'offre.

La considération de la qualification de l'offre sur la réussite ou l'échec de son issue

Ainsi, l'offre publique d'achat réussie aboutit à un **changement de pouvoir, prévu ou imprévu, brutal ou non, entraînant une réorganisation** que la théorie libérale du marché financier pose comme bénéfique (9). On a pu observer qu'en la matière, les pratiques et les visées ont changé, passant de perspectives strictement financières — les plus-values liées à des reventes diverses — à des perspectives plus classiquement économiques.

Dans le cas d'une offre **publique d'échange**, la réussite se traduira plus tranquillement par un processus économique de concentration.

En revanche, l'on peut s'attarder sur la spécificité de l'offre publique de retrait réussie, que ce dernier soit de gré ou de force dans l'hypothèse du retrait obligatoire. Or, l'offre publique de retrait ne réussit jamais à 100 % des 5 % en question, puisqu'il reste toujours quelques titres en circulation, ne serait-ce qu'au profit de personnes qui ignorent en être titulaires. Donc, elle n'est jamais un renfermement de la société sur elle-même. En cela, l'offre publique de retrait est toujours une réussite si elle s'opère à l'initiative du minoritaire qui concrétise ainsi son droit de sortie mais elle est toujours un échec du côté du majoritaire qui n'atteint jamais son objectif de renfermement de la société (10).

C'est sans doute pourquoi le législateur français a prévu le retrait obligatoire comme suite

de l'offre publique de retrait. Cela est un choix fondamental, sur lequel il faudra revenir. Ainsi, le retrait obligatoire finit de réussir l'offre publique de retrait ; il est alors une sorte de « durcissement de ton » dans un processus qui ne perd pas sa nature, celle d'une offre publique de retrait que l'on achève. Le législateur français semble concevoir que le retrait obligatoire est la conséquence d'une offre publique de retrait. Mais bien souvent, le retrait obligatoire sera la cause, la cause finale, d'une offre **publique** qui ne sera organisée qu'en tant que phase préalable, entamée uniquement pour arriver à l'effet recherché : le retrait obligatoire. Il y a bien autonomie du retrait obligatoire parce qu'il ne donne pas prise à une même stratégie que celle qui commande l'offre publique de retrait. C'est sans doute pourquoi le droit italien n'a pas encore fait le pas et admis le retrait obligatoire (11). L'inversion de perspective est alors radicale et le refus du législateur de l'envisager ainsi va engendrer des difficultés (12). A la pratique et au juge de les résoudre...

(7) M.J. Vanel, *supra*.

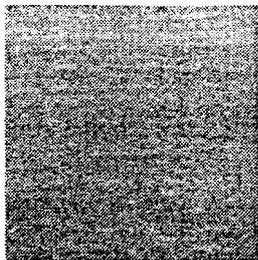
(8) J. A. Fana, *infra*.

(9) Pour une perspective financière, v. B. Husson, *infra* et concernant le marché financier italien, v. F. Cellino, *infra*.

(10) V. M. A. Frison-Roche, *infra*.

(11) F. Annunziata, *infra*.

(12) CL. Baj, *infra*.



L'ACCULTURATION DU SQUEEZE OUT EN DROIT FRANÇAIS

Marie-Anne FRISON-ROCHE

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

Les voyageurs voient des choses merveilleuses, c'est la variante anglaise d'un proverbe universel. Il existe un mythe du législateur étranger. Les gouvernements et les partis s'en servent comme d'un appât. C'est un procédé de publicité triangulaire : vous devez voter telle loi parce qu'elle fait déjà le bonheur d'autres pays. Il y faut des pays exemplaires (industriels, en général, et industriels).

J. Carbonnier, Sociologie juridique
Coll. « Quadrige », P. U.F., 1994, p. 23

3) Conséquences sur la vie sociale (OPR et retrait obligatoire)

Enfin libre ! Au sortir d'une offre publique de retrait, cette première exclamation sera celle du minoritaire. Le droit français l'y autorise depuis quelques années.

Enfin seul ! Au sortir du retrait obligatoire, la seconde sera celle du majoritaire (1).

L'importation en droit français du *squeeze out* américain lui permet désormais cet heureux soupir.

A observer le nombre déjà acquis de retraits obligatoires, il semble que l'acculturation est en bonne marche : les intérêts des actionnaires minoritaire et majoritaire seront ainsi plus ou moins servis, dès l'instant qu'on veut bien ne pas les analyser *de piano* comme contradictoires.

Mais l'intérêt de la société ?

Et l'intérêt de l'entreprise, dont la société constitue l'être juridique ? Plus que pour les autres techniques de marché, si l'on doit mettre dans cette catégorie ces procédés de retrait amiable ou forcé, il faut se poser cette question car aucune n'a autant d'influence sur l'organisation de la société, et partant de l'entreprise, que l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire (2).

2. C'est à cette aune que l'on peut se demander si les deux conséquences que cette technique emporte sur l'organisation de la société, à savoir le renfermement de la société sur

elle-même par la sortie du marché financier (I) et la transformation d'une organisation interne d'opposition en organisation d'alliance (II), sont une évolution satisfaisante pour la société elle-même, puisque l'on porte si haut la notion et l'impératif d'intérêt social dans le droit français des sociétés.

I. Le renfermement de la société sur elle-même

3. Le retrait obligatoire permet le renfermement de la société sur elle-même. Mais ce pouvoir est récent et mérite justification (A). En outre, un tel bouleversement n'est pas sans entraîner un coût (B), dont un coût théorique, qui n'est pas le moindre.

A. Le pouvoir de refermer l'organisation sociétaire

4. La société sort du marché boursier. Peut-elle ainsi se retirer du jeu ? _Se pose alors nécessairement *a priori* la question de la légitimité d'un tel retrait (1.), de la même façon *a posteriori* se pose la question de savoir s'il ne reste pas quelque trace de ce passé boursier (2.).

1. La légitimité du retrait du marché boursier

5. La légitimité qu'il s'agit d'observer doit être de nature financière, d'une part, de nature juridique, d'autre part. Or, la difficulté en la matière ne vient

l'offre publique sur le marché boursier

(1) Lors de l'élaboration de la présente étude, l'arrêt de la Cour d'appel de Paris Sogénal du 16 mai 1995 n'avait pas été encore rendu. Afin de ne pas opérer un décalage par rapport à des réflexions d'ensemble menées par les autres intervenants, référence sera ici simplement faite à une étude d'ensemble menée par ailleurs sur la question spécifique de l'évaluation des titres et l'hypothèse, non retenue, d'une valeur plancher constituée par l'actif patrimonial (M.-A. Frison-Roche et M. Nussenbaum, Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires, d'Avenir-Havas-Media à Sogénal, Revue de droit bancaire et de la bourse 1995, p. 56 s.) et à un sammentaire de cette décision qui retient l'attention (A. Viandier, Retrait obligatoire : à propos de l'affaire. Sogénal R.J.D.A. 1995, p. 646 s. ; Rev. Soc. 1995, p. 535 s., note L. Faugérolas ; Banque et Droit 1995, p. 57, obs. F. Peltier ; M.-A. Frison-Roche et M. Germain, ibidem, 1995, n° 49). La perspective pourra ainsi être opérée par le lecteur.

(2) Th. Forschbach, La procédure de retrait obligatoire, J.C.P. éd. E, 1994, 1, 395 ; Ch. Leroy, Le retrait obligatoire ou l'expropriation des actionnaires minoritaires à la suite d'une offre publique de retrait, Bull. Joly Bourse, 1994, p. 567 s. ; M.-Ch. de Nayer, Le retrait obligatoire, Bull. Joly Bourse, 1994, p. 91 s., Retrait obligatoire. Modalités d'application, p. 353 s. ; A. Viandier, Le retrait obligatoire, RLD.A. 1994, p. 784 s

pas tant de l'absence de légitimité, ni même de la hiérarchie qui s'instaurerait entre finalité financière et structure juridique — avec, en arrière-plan, la question de savoir si le droit des sociétés cotées n'est qu'une adaptation du droit des sociétés ou constitue une branche autonome relevant du droit financier (3) — mais d'une certaine contradiction entre les arguments financiers et les arguments juridiques.

6. En effet, si l'on reprend le fondement financier du retrait obligatoire, la justification tient dans l'observation que le titre ne circule plus significativement sur le marché financier **puisqu'** 95 % des actions de la société en question sont en réalité retirées du circuit. Or, la liquidité est le maître-mot du marché financier. Il faut donc que la situation juridique puisse traduire plus fidèlement qu'il n'y paraît cette situation de marché : le titre doit être retiré par la technique du retrait obligatoire. Prenons comme exemple parmi d'autres l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire des actions de la société Waterman S.A., initiée par The Gillette company et présentée par Lazard Frères & Cie (4) ; les « motifs et intentions de l'initiateur » y sont présentés ainsi : « En premier lieu, seulement 0,146 % des actions Waterman sont effectivement réparties dans le public, ce qui se traduit par un marché extrêmement étroit pour la négociation des titres. De surcroît, les contraintes et les coûts pour Waterman qu'entraîne le statut de société cotée ne sont plus en proportion avec la source de financement qu'un tel statut génère ». On peut penser que cette justification a été retenue par le législateur puisque le retrait obligatoire ne joue que pour les sociétés cotées. Cela postule alors que c'est le droit du marché et non le droit des sociétés qui est ici à l'oeuvre : c'est l'exigence de liquidité du marché et non les relations entre actionnaires qui est en cause.

7. Mais s'il en est ainsi, si la préoccupation externe du marché doit prendre le pas sur le souci de la structure interne de la société, si le financier doit dicter la loi au juridique, on a **quelque** mal à comprendre pourquoi le législateur a obligé

les opérateurs à procéder à une offre publique de retrait avant que ne puisse fonctionner la technique du marché obligatoire. En effet, si le retrait obligatoire doit être analysé comme une technique de marché, pourquoi la subordonner à une procédure qui reste quant à elle une technique essentiellement sociétaire ?

8. On ne peut donc que constater une sorte de tension logique née de l'artificialité de l'obligation d'une offre publique de retrait avant le retrait obligatoire : le législateur français semble ainsi avoir renoncé à l'hypothèse d'une pure opération de marché, alors que le fondement financier du retrait obligatoire y résidait aisément, puisqu'il y place comme condition antécédente et *sine qua non* une offre publique de retrait, qui relève davantage d'une technique sociétaire que d'une technique financière.

9. On observera que, pour évoquer une image linguistique, cette « séquence figée » entre deux techniques d'essence différente, engendre, outre l'effet pervers d'un affaiblissement du fondement de l'ensemble, des difficultés pratiques en matière d'évaluation nées de la contamination d'une phase vers l'autre, ou de l'autre vers l'une. En effet, si la démarche logique de l'opérateur suit la chronologie légale, pensant tout d'abord à une offre publique de retrait, il en achève ultérieurement le succès par le recours résiduel au retrait obligatoire. Mais l'on peut penser que le plus souvent, la démarche logique de l'opérateur sera anticipatrice : afin d'accéder au retrait obligatoire, il se soumettra à son préalable procédural qu'est l'offre publique de retrait. Le caractère facultatif de la réponse à une offre publique de retrait en devient alors artificiel car l'épée de Damoclès du retrait obligatoire est là pour vaincre la réticence de l'actionnaire minoritaire solidement sollicité.

10. Ainsi, l'offre **publique** de retrait, technique sociétaire, dénature la technique purement financière du retrait obligatoire tandis que le retrait obligatoire, technique contraignante, dénature la technique d'essence contractuelle, conditionnée par

la libre volonté de contracter, de l'offre publique de retrait. De fait, l'opération financière sera plus intégrée encore puisqu'une offre publique d'achat simplifiée précédera l'ensemble. Or, il paraît impossible que le montant proposé pour une phase diffère de celui figurant dans l'autre. Il sera fixé à rebours si la cause finale de l'opération est le retrait obligatoire. Il est pourtant difficile de concevoir qu'une fixation de prix, telle que l'appelle la technique d'offre **publique** de retrait, relève de la même démarche et aboutisse au même résultat qu'une détermination d'indemnité, telle qu'elle gouverne la technique du retrait obligatoire (5).

11. On mesure ainsi que le fondement financier souffre dans sa cohérence de l'association opérée par le législateur entre offre publique de retrait et retrait obligatoire. Cette fragilisation s'accroît lorsqu'on confronte la justification financière du retrait obligatoire à sa *justification juridique*. En effet, **juridiquement, on peut poser** que ce que la société a décidé, par la voix de la majorité des actionnaires, à savoir l'appel public à l'épargne, elle peut le défaire en exprimant une volonté en sens contraire.

12. Ce fondement a tout d'abord un lien avec la définition contractuelle de la société et repose sur le pouvoir légitime et autonome de la volonté. Il est en cela diamétralement opposé au fondement financier qui repose sur les exigences objectives du marché. A première vue, cela n'empêche en rien la complémentarité des fondements. Mais la conception juridique précitée postule que le marché n'est **qu'un** mode de financement des sociétés dont elles peuvent se défaire quand elles n'en ont plus besoin. Cela implique alors que les techniques en cause ne constituent que des mécanismes périphériques du droit commun des sociétés et de leur financement. Le droit des sociétés cotées diversifie alors le droit des sociétés ; il ne s'en détache pas. On ne peut ici qu'être sensible à une certaine contradiction puisque précisément la justification financière suppose le contraire (6). A tout le moins, **pourrait-on** soutenir **que** la société refermée sur elle-même

par le retrait obligatoire conserve néanmoins trace de son passé boursier.

2. La trace du passé boursier de la société refermée

13. Dans une telle perspective, il faut tout d'abord que les autorités de marché conservent le pouvoir de demander des comptes à la société sur son comportement au moment où celle-ci était cotée, en faisant au besoin usage de leurs exceptionnels pouvoirs d'enquête. Le retrait obligatoire ne peut être une technique d'immunité et l'on ne passe pas de l'état de société cotée à celui de société **ordinaire comme on part en Amérique du Sud**.

14. **On ne peut donc admettre un usage frauduleux** du retrait s'il s'agit de rendre la société opaque quand la société a quelque chose à cacher. La transparence, propre au marché financier, poursuit, le temps de la prescription, la société retirée de son jeu. Dans le même ordre d'idée, bien que les textes ne semblent pas s'y opposer, il ne paraîtrait pas admissible que la société refermée retourne sur le marché financier tout de suite après avoir procédé à un retrait obligatoire ou s'amuse à un mouvement de va-et-vient, **lui permettant de contrôler autoritairement l'actionariat en puisant pourtant dans les capitaux circulants sur le marché**. Il est vrai que la baisse de la crédibilité financière de la société y procédant serait sans doute une sanction immanente suffisante.

C'est également en terme de prix à payer que l'insertion, certes très demandée par les professionnels, du retrait obligatoire dans le droit positif français doit être analysée.

B. Le prix de ce retrait

15. L'on peut tout d'abord prendre l'expression de « prix à payer » dans son acception **symbolique**, c'est-à-dire ce que **le système juridique devra** endurer, au regard des principes traditionnels qui le gouvernent, pour digérer cette technique nouvelle. Le prix, là, est payé par le législateur et le droit positif en général s'il en est ébranlé (1.). Puis, beaucoup plus concrètement, il s'agit d'examiner dans ses grandes lignes ce que devra verser le **bénéficiaire du retrait obligatoire** (2.).

1. *Le prix systémique payé parle législateur pour organiser le retrait obligatoire*

16. Le retrait obligatoire signifie l'admission « révolutionnaire » d'une technique jusqu'ici inconcevable et réactionnaire : l'expropriation pour cause d'utilité privée, celle de l'actionnaire majoritaire ou celle de la société, l'intérêt social n'étant qu'une sorte d'intérêt privé. En effet, il ne suffit pas de dire que l'expropriation, parce qu'elle est posée par le législateur, serait de ce seul fait d'utilité publique. Ce serait faire référence à une conception du législateur comme d'une sorte de Midas : tout ce qu'il toucherait serait d'utilité publique... Mais la qualification d'expropriation pour cause d'utilité publique ou privée est de nature matérielle et non formelle, visant précisément à astreindre non seulement les personnes mais encore le législateur. Donc, la question reste entière quand bien même le retrait obligatoire est organisé par le législateur.

La question est théoriquement d'importance dans la mesure où cette remise en cause frontale du droit de propriété privée est susceptible d'ébranler le système juridique tout entier. C'est en cela que l'on peut parler de prix systémique. On sait le lien que la tradition juridique française, de droit public comme de droit privé, noue entre la propriété privée et la liberté individuelle, ce qui interdit toute expropriation qui ne soit pas d'utilité publique. Ce noeud gordien montre l'urgence qu'il y a à réfléchir plus systématiquement sur les rapports naturels que le droit financier doit entretenir avec le droit des biens (7).

17. Certes, pour le trancher, on pourrait soutenir que la technique de retrait obligatoire satisfait cette exigence dans la mesure où l'ordre public du marché financier — qui sert les intérêts fondamentaux de la société, parmi lesquels on voit aisément aujourd'hui et en premier lieu la prospérité économique et financière — est ici servi (8). Mais c'est affirmer que le retrait obligatoire n'est qu'une technique de marché, ce qui conduit à poser, sous un nouvel angle, la question de l'homogénéité du fondement du retrait obligatoire (9). En

outre, nous avons ici affaire à une conception bien large de l'intérêt public ; cette notion ne saurait recouvrir celle d'ordre public dont les tentacules ne cessent de s'étendre et de se ramifier et qui ne présente pas une sécurité suffisante pour les garanties individuelles.

18. Les conséquences pratiques de cette discussion sont loin d'être négligeables. A *maxima*, on peut songer que le législateur français a heurté le droit de propriété privée et les textes supérieurs qui en assurent l'effectivité, tel le protocole n° 1 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme. Il est vrai que, malgré la clarté et la rigueur des textes à protéger le droit de propriété privée (10), la jurisprudence de la Cour européenne n'est encore que peu encline à défendre les droits de nature économique.

19. A *minima*, même si l'on admet la qualification d'expropriation pour cause d'utilité publique, ce qui met la loi française à l'abri de la hiérarchie des normes, on sera sensible au fait que, même en matière d'expropriation pour cause d'utilité publique, un contrôle juridictionnel, opéré spontanément par le Conseil d'Etat, existe concernant l'utilité publique effectivement servie par la décision de l'administration d'exproprier. Cela fut justifié par une utilisation trop légère de l'expropriation, notamment au bénéfice de personnes privées (11). C'est ainsi que les arrêtés d'expropriation sont annulés par le Conseil d'Etat, dès l'instant que l'utilité publique n'est pas servie, notamment en matière d'urbanisme lorsque l'expropriation se fait en perspective de constructions entraînant des nuisances. Cela résulte notamment d'un arrêt de principe du 28 mai 1971, *Ville nouvelle Est*, par lequel le Conseil d'Etat pose que : « une opération ne peut être légalement déclarée d'utilité publique que si les atteintes à la propriété privée, le coût financier et éventuellement les inconvénients d'ordre social qu'elle comporte ne sont pas excessifs eu égard à l'intérêt qu'elle présente ».

Ne pourrait-on songer, à tout le moins, à transposer cette jurisprudence, que la Cour d'appel de Paris aurait alors vocation à prendre en charge, en

matière de retrait obligatoire ? Celle-ci a par ailleurs en charge le très difficile contrôle des évaluations de l'indemnité due à l'actionnaire minoritaire évincé.

2. *Les difficultés pratiques liées au caractère indemnitaire du retrait obligatoire*

20. Avant toute chose, on est d'accord pour affirmer que le retrait obligatoire constitue bien une expropriation. Il est donc impropre de parler de prix car l'expropriation appelle l'indemnité et non une technique de prix (12). La confusion opérée de gré ou de force entre prix et indemnité, donc entre accord et exclusion, est le signe des difficultés à venir. On est pourtant contraint de l'opérer (13) en raison du lien indéfectible que le législateur français a établi entre offre publique de retrait et retrait obligatoire, le montant du prix et de l'indemnité devant donc être identique malgré le hiatus précédemment décrit existant entre la nature des mécanismes.

21. Indépendamment même de ces difficultés larvées mais qui ont sans doute vocation à persister car elles sont dans le fruit, quoi indemniser ? La perte des droits pécuniaires de l'actionnaire minoritaire ? La perte des droits extra-patrimoniaux dont l'évaluation financière est concevable ? La privation même de liberté qu'entraîne l'expropriation ? L'expression spontanément retenue d'« indemnité juste et équitable » réserve bien des tergiversations, disputes doctrinales et techniques, voire contentieuses. L'avenir le dira. Mais le retrait obligatoire ne se contente pas d'avoir de tels effets concernant la situation de la société sur et hors du marché : il modifie profondément la structure sociétaria elle-même.

IL L'instauration d'une organisation d'alliance entre les associés

22. Le retrait obligatoire déparage techniquement, par le seul effet de sa mise en oeuvre, les actionnaires minoritaires. Ceux que vise le procédé le retrait sont désignés comme indésirables (A). Leur exclusion implique la distinction qui s'opère désormais entre deux

(3) A. Viandier, *Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française*, Bull. Joly, Bourse et produits financiers 1993, p. 1 s.

(4) Les Echos, 17 août 1995, p. 11.

(5) M.-A. Frison Roche et M. Nussenbaum, *prés d'infra*, n° 20 s.

(6) V. *supra*, n° 5 s.

(7) M. Jeantin, *Droit financier des biens*, Cahiers de droit financier, Gâz. Pal. 1995, à paraître.

(8) C'est cet argument qui a été retenu dans l'arrêt *Sogénal* (v. note 1).

(9) V. *supra*, n° 5 s.

(10) Ch. Mouly, *La propriété*, in *Droits et libertés fondamentaux*, 2^e éd., Dalloz, 1995, p. 377 s., spéc. n° 717 s., p. 380 s.

(11) E. Kornprobst, *Expropriation pour cause d'utilité publique*, Rép. Dalloz civil, n° 24 s.

(12) Contra, A. Viandier, *Retrait obligatoire : à propos de l'affaire Sogénal*, préc. n° 8 s., p. 646 s.

(13) Ce à quoi fut conduit l'arrêt *Sogénal* (v. note n° 1).

types d'actionnaires minoritaires, le « bon » minoritaire allié au majoritaire et le « mauvais » minoritaire qui, tel l'indien, ne devient bon qu'en disparaissant, cette élimination du contradictoire n'étant pourtant pas forcément appropriée en ce qui concerne les entreprises françaises (B).

A. La distinction au sein des minoritaires

23. On a coutume d'opposer aisément actionnaire majoritaire et actionnaire minoritaire, dans un manichéisme qui attribue au premier l'envie de confisquer le pouvoir et au second le désir d'un retour aveugle sur investissement. Mais si l'on observe le fait que la technique financière permet d'écarter le minoritaire isolé, se dessine une distinction au sein des actionnaires minoritaires entre minoritaire allié et minoritaire isolé (1.), ce qui met certes en valeur la justification d'organisation du retrait obligatoire (2.).

1. Les sortes de minoritaires

24. En effet, le pouvoir pour un majoritaire d'évincer un minoritaire permet, par la révélation plus nette encore que dans l'hypothèse d'une simple offre publique, d'opérer une typologie du minoritaire allié et du minoritaire indésirable. Le premier critère est un critère de taille car le minoritaire évincé par le retrait est très minoritaire par rapport au minoritaire allié qui peut détenir un pourcentage relativement important d'actions. Cette distinction entre minoritaire « significatif » et minoritaire « négligeable » est l'illustration de cette tendance lourde du droit des sociétés, influée par l'économique, de se construire sur des critères quantitatifs, traduits juridiquement par des techniques de seuils, pour mieux prendre en compte les poids et les puissances. Plus le droit évolue et plus cette quantification s'affine. Ainsi est dépassée la répartition entre majoritaire et minoritaire, ce seuil archaïque fixant le gouvernement des sociétés.

25. Jouxant ce critère quantitatif, se dégage un critère d'alliance : c'est le minoritaire « électron libre » qui est évincé ; c'est le minoritaire allié qui est conservé. Ainsi le minoritaire qui fait bloc avec le majoritaire — l'expansion des pactes extra-statutaires le permet

aujourd'hui solidement — reste dans la société tandis que le minoritaire, trop petit ou récalcitrant, qui n'est pas ainsi arriéré, doit quitter le bateau. On mesure ainsi à quel point la distinction juridiquement et couramment établie entre majoritaire et minoritaire traduit maladroitement les rapports de pouvoirs dans les sociétés. Sans doute faudrait-il davantage faire interférer la distinction entre actionnaires alliés et actionnaires autonomes les uns des autres. Une nouvelle organisation s'en dégage, faite de lignes sur les points que sont les actionnaires, dans une nouvelle géométrie du pouvoir.

2 La justification d'organisation du retrait obligatoire

26. La justification d'organisation dont peut se prévaloir le retrait obligatoire repose sans doute sur le postulat, fort à la mode en politique, selon lequel on est plus performant lorsqu'on s'entend bien. Le goût de la concorde, du consensus et de l'unanimité s'y retrouve. Il est **vrai que** le minoritaire négligeable et susceptible d'être frondeur ne pèse rien et coûte beaucoup. Le coût peut être financier (14) mais prendre aussi d'autres formes : ce minoritaire perturbe par l'usage qu'il peut faire de ses droits au sein de la société, peut engendrer le contentieux, a le pouvoir de ternir l'image de marque de l'entreprise en donnant écho à des dysfonctionnements, fait régner l'insécurité juridique en faisant peser sur les décisions des risques de contestation. A première vue, nul n'a besoin d'un tel associé, ni le majoritaire, ni la société.

27. Certes, ce qui aurait justifié son maintien dans la société, c'est son droit de propriété, lequel est fondamentalement distinct du pouvoir. Mais le législateur français a négligé suffisamment ses assises pour ne pas tenir compte d'un tel rempart (15). En outre, dans une théorie financière de la propriété, on assigne à cette dernière la fonction de rendre possible une décision. Or, le minoritaire frondeur a vocation à utiliser son droit de propriété contre la décision prise ou à prendre, faute de pouvoir utiliser un pouvoir décisif. En cela, il doit être éliminé ; on se rapproche ainsi du raisonnement

de l'abus de droit, dans sa définition fonctionnelle.

Mais, revenant au point de départ de la justification, on a sans doute exagéré les vertus de l'unanimité...

B. L'élimination du contre-pouvoir contradictoire

28. En effet, la théorie du procès a depuis très longtemps reconnu et mis en oeuvre la puissance de l'opposition, par le principe du contradictoire. On peut penser qu'une société doit bénéficier aussi des vertus de l'opposition (1.). Cela vaut d'autant plus pour les entreprises françaises qui ne possèdent guère d'autres modes de régulation interne (2.).

1. Le fonctionnement contradictoire de la société

29. La société se constitue sur un concours de volontés (16), les statuts ne pouvant naître que de l'unanimité. Mais une fois l'institution née, il y a appropriation du pouvoir par l'actionnaire majoritaire, ou les actionnaires alliés pour atteindre ce seuil, et contradiction des intérêts entre ceux-ci et les actionnaires minoritaires, pour lesquels propriété et pouvoir sont ainsi violemment dissociés. Faut-il s'en plaindre ?

30. Faut-il regretter toujours que les sociétés ne fonctionnent pas comme des cantons suisses ? Mais si l'on se réfère au modèle démocratique, que les sociétés commerciales peuvent s'honorer de prendre en décalque, la répartition du pouvoir s'opère pareillement, selon la loi de la majorité. Cependant, contrairement aux thèses rousseauistes de la volonté générale, la majorité n'a pas nécessairement raison et le vote n'éteint pas la fonction du minoritaire.

31. Il y a dès lors un pouvoir rationnel de la contradiction que le minoritaire, avant et après le vote, au cours de la vie sociale, a le pouvoir d'exercer. Le pouvoir de contester ne s'absorbe en rien dans le pouvoir de décider. Ce n'est pas parce que le majoritaire décide que le minoritaire est inutile : sa fonction sociale est dans sa protestation. Par lui, existe le contradictoire que l'on peut considérer comme la forme moderne de la rationalité. En outre, l'existence du minoritaire en tant que tel implique son

droit de voir son identité respectée, voire conservée par le majoritaire. On sera sensible au fait que le droit politique développe d'une façon semblable ce que l'on désigne aujourd'hui comme le droit des minorités politiques, ethniques, religieuses, etc.

32. Le retrait obligatoire est à l'opposé de cette rationalité discursive, de cette raison par la discussion, qui s'impose partout ailleurs, dans le droit et hors du droit, en éthique notamment. Il manque de justification philosophique. La justification puisée dans la concorde s'épuise vite. Certes, on peut s'esclaffer et soutenir que cela n'a guère d'importance concernant un instrument financier plébiscité par les praticiens. Mais la défaillance d'un tel enracinement peut n'être pas sans dommage. Ainsi, la constitution croisée des conseils d'administrations des grandes entreprises, jeu d'alliance s'il en est, traduit cette aspiration à la concorde et l'on sait aujourd'hui ce qu'il en coûte.

33. Enfin et plus concrètement, par le retrait obligatoire, le minoritaire est privé du rôle d'agent de la légalité. Ainsi, le majoritaire cesse d'être sous l'épée de Damoclès du droit, y compris du droit pénal, faute d'un trouble pour évoquer l'éventuelle violation (17). A l'heure où la question de l'effectivité du droit positif inquiète, on se prive donc d'un de ses instruments alors que le contrôle est bénéfique à celui qui le supporte. C'est pourquoi on doit appréhender beaucoup moins négativement que ne le fait un auteur la question de savoir « quelle est l'affectio societatis d'un actionnaire prenant cette qualité dans le but d'attaquer en justice la société émettrice ? » (18). Oserait-on répondre que, dans le pouvoir très monarchique qui caractérise les sociétés françaises, il est bon qu'au moins un en soit le bouffon et dise au roi la vérité ? On soulignera alors le paradoxe de l'élimination du minoritaire frondeur par une technique qui entraîne également l'effacement de l'autorité de marché (19). Pour vivre heureux, vivons caché et hors de tout contrôle... La question du contrôle au sein de la société se pose alors ouvertement ; elle est cruciale pour les entreprises françaises.

34. Si l'on veut bien admettre la prémisse selon laquelle le contre-pouvoir est salutaire à toute organisation, on peut alors mesurer l'effet d'une substitution d'organisation d'alliance à une organisation d'opposition. En effet, les sociétés américaines cotées subissent la pression directe du marché et les sociétés non cotées celle du marché des biens et des services, à travers les actions des consommateurs notamment. On comprend dans ces conditions que le *squeeze out* puisse harmonieusement fonctionner, par ce truisme selon lequel une technique de marché peut se déve-

opper au sein d'une situation très puissante de marché. Nous n'avons pas en France un telle tradition (20).

Si l'on se tourne du côté des sociétés allemandes, on sera sensible au fait que la technique du retrait obligatoire y est possible, que la société soit cotée ou non. Mais il faut alors tenir compte du fait que les salariés, à l'intérieur, et les syndicats, à l'extérieur, forment ce contre-pouvoir nécessaire.

35. On observera enfin qu'en France, malgré l'engouement des instances et des autorités de marché pour la *corporate governance*, il n'existe que peu de pression du marché, cette influence étant notamment perturbée par l'intervention et le soutien des pouvoirs publics,

la technique de parachutage des dirigeants, etc. De la même façon, et malgré les textes en ce sens, existe peu la pression effective des salariés dans la structure sociétaire. Dès lors, en France, le seul contre-pouvoir est celui du minoritaire, non pas le minoritaire allié qui ne peut endosser aisément cette fonction sociale de protestation, mais le minoritaire frondeur. Faute de le tolérer, le retrait obligatoire se relie à une problématique de pouvoir absolu. Et il est difficile d'y voir sous cet angle-là un progrès du droit.

(14) V. supra rr 6.

(15) V. supra n° 16.

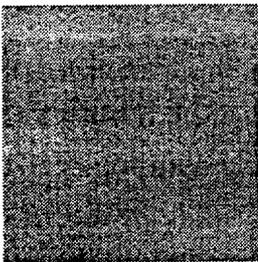
(16) P. Didier, « concours exprès de volonté : contrat et société », in *L'échange des consentements, colloque de Deauville de l'association Droit et Commerce*, 17 juin 1995, à paraître à la Rev. jus. com.

(17) A. Viandier, *Le retrait obligatoire, préc.*, te 4, p. 784, évoquant le souci du majoritaire de cesser d'être « inquiet d'éventuelle péripéties pénales ».

(18) A. Viandier, *Retrait obligatoire : à propos de l'affaire Sogénal*, préc., n° 28, p. 649.

(19) V. supra n° 13s.

(20) M.-A. Frison-Roché, *Le marché comme modèle*, Archives de philosophie du droit, à paraître.



PROBLÈME DU DROIT FRANÇAIS : PRIX OU VALEUR ?

Claude BAJ

Directeur à l'administration centrale
Crédit commercial de France

Le retrait obligatoire est le dernier acte de la vie boursière d'un titre. Il intervient au terme d'une séquence d'opérations préalables, identique dans la grande majorité des cas.

Premier épisode de la séquence, l'offre publique qui est l'acte ou la conséquence de la prise de contrôle, agressive ou amicale. L'offre publique entraîne l'atrophie du marché puisqu'elle donne l'occasion aux actionnaires de céder la totalité de leurs titres. A l'issue de l'offre, le titre n'a plus qu'un marché résiduel.

L'atrophie du marché pose la question de la permanence ou de la fin du marché, tant au majoritaire, qui se demande si les contraintes liées à la présence sur le marché ont encore pour la société des contrepar-

ties suffisantes, qu'au minoritaire survivant qui peut se demander si le marché résiduel rétréci lui apporte encore ce qu'il attendait du marché avant l'offre. Arrive logiquement, à l'initiative de l'un ou de l'autre, l'exigence de la sortie du marché.

La sortie du marché pose la question du préjudice subi de ce fait par le minoritaire, ou de l'organisation de sa protection. La procédure d'offre publique de retrait y répond (1). Elle est la compensation de la radiation de la cote qui marque la fin des garanties et protections que la réglementation du marché procurait à l'actionnaire minoritaire.

A son tour, la radiation pose une nouvelle question : celle de la présence de l'actionnaire minoritaire dans la société

radiée. C'est le retrait obligatoire qui y répond.

Il aurait pu le faire en poussant jusqu'au bout la logique du marché, et en soumettant le retrait obligatoire et ses modalités d'exécution à une sorte d'application nouvelle de la loi de la majorité qui gouverne la société : si l'offre publique connaît un taux de succès déterminé, le majoritaire gagne alors le droit de forcer la sortie des minoritaires au prix de l'offre. L'approbation de l'offre par la majorité de ses destinataires fonderait alors le droit d'imposer les conditions aux minoritaires ayant choisi de la refuser. C'est la logique suivie par le système britannique (2).

La législation française a pris un parti différent. Dans notre droit, le retrait obligatoire se situe au carrefour de deux

(1) Les offres prévues par les articles 5-5-2 et 5-5-3 du Règlement Général du Conseil des Bourses de Valeurs, permettent aux minoritaires d'une société contrôlée à plus de 95 % de demander la sortie, ou au majoritaire d'obtenir la radiation de la société. Les autres cas d'offre publique de retrait prévus aux articles 5-5-4 et 5-5-5 sont d'une autre nature.

(2) Voir M.C. de Noyer, *Le Retrait obligatoire*, Joly Bourse et produits financiers, mars-avril 1994, p. 94.