

3. LA PROTECTION EN DROIT FRANÇAIS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES D'UNE SOCIÉTÉ ABSORBÉE PAR VOIE DE FUSION PAR SON ACTIONNAIRE MAJORITAIRE

RÉFLEXIONS SUR L'ARRÊT DE LA COUR D'APPEL DE DOUAI DU 7 JUILLET 1994 DANS L'AFFAIRE PINAULT PRINTEMPS - LA REDOUTE

Les restructurations d'entreprises sont l'occasion de nombreux conflits d'intérêts entre associés. Ceux qui contrôlent, en droit ou en fait, les sociétés concernées ont tendance à reprocher aux minoritaires¹ de ne pas soutenir une politique d'évolution ou de développement conforme à l'intérêt social ; alors que ces derniers se plaignent régulièrement d'être victimes de traitements inéquitables.

La crainte des minoritaires de voir la valeur de leurs investissements souffrir des décisions prises par la majorité se manifeste spécialement à l'égard des opérations qui se déroulent hors marché, telles les fusions², et ne bénéficient, de ce fait, ni de l'effet régulateur de celui-ci, ni des surveillances actives qu'exercent la Commission des opérations de bourse et le Conseil des bourses de valeurs sous l'impulsion d'une réglementation de plus en plus protectrice des intérêts des investisseurs. Le droit des sociétés complété par certains principes généraux de droit n'offre dans ce cas qu'une sécurité imparfaite qui n'assure pas aux minoritaires les mêmes garanties de transparence et d'équité³.

En matière de fusions, la protection se résume, pour l'essentiel, à l'intervention des commissaires à la fusion⁴ qui maintenant doivent, d'une part, vérifier, pour le compte des actionnaires de la société absorbée, les modalités de l'opération, la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés concernées et le caractère équitable de la parité d'échange⁵, d'autre part, apprécier, dans l'intérêt des actionnaires de la société absorbante, la valeur des apports en nature et des avantages particuliers. Seule une meilleure information est ainsi assurée aux actionnaires, sans que l'avis exprimé par le commissaire à la fusion ne lie cependant aucunement les dirigeants des sociétés concernées, ni leurs conseils d'administration quant aux conditions de fusion qu'ils entendent soumettre aux assemblées. Les modifications successives des dispositions consacrées, par la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, aux fusions et scissions, dans un

¹ Par commodité, nous utiliserons cette expression plutôt que celle d'«actionnaires non associés à la gestion», suggérée par certains auteurs pour rendre compte du fait que le contrôle, en particulier dans les groupes de sociétés, est, en fait, souvent exercé non pas par un groupe d'actionnaires majoritaires mais par une minorité. (Cf. P. BEZARD et P. CHAPUT, La Commission des opérations de bourse (COB) et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de sociétés, Rev.soc., 1982, p. 481).

² R. ROUTIER, Les fusions de sociétés commerciales, LGDJ, 1994, t., 237, en particulier n° 188 et s; Cf. Egalement Rapport annuel de la COB, 1992, 52.

³ Cf. En particulier l'affaire Cassegrain-Saupiquet à propos de laquelle la Cour de cassation a refusé aux actionnaires minoritaires de Cassegrain, qui se plaignaient d'une sous-évaluation de leurs intérêts, la protection limitée offerte par le droit des fusions au motif que l'opération bien que prenant l'apparence d'une fusion n'en était juridiquement pas une. Com. 21 janv. 1970, JCP, 70, II, 16541.

⁴ R. ROUTIER, op. cit., n° 125 et s.

⁵ Art. 377 de la loi du 24 juillet 1966.

souci d'abord d'harmonisation européenne⁶, puis de simplification des procédures⁷, n'en ont pas amélioré la qualité. Le législateur, ayant laissé aux professionnels le soin de fixer les méthodes d'évaluation des entreprises⁸, la Commission des opérations de bourse⁹, les tribunaux judiciaires ainsi que le Conseil constitutionnel¹⁰ se sont efforcés néanmoins de dégager quelques directives générales à leur adresse. En vue d'une meilleure protection des épargnants, et bien que la loi ne lui en ait pas expressément confié la mission, la Commission des opérations de bourse intervient également auprès des dirigeants des entreprises impliquées pour infléchir leurs décisions en matière d'évaluation et de comptabilisation des apports et surtout de leur rémunération¹¹ et, le cas échéant, «*d'attirer l'attention du public sur un élément significatif lié à la détermination des parités d'échange*»¹².

Destinées avant tout à garantir une information correcte et suffisante aux actionnaires afin de leur permettre de décider, en connaissance de cause, du projet de fusion qui leur est soumis, l'efficacité de ces mesures repose, d'une part, sur un fonctionnement démocratique des assemblées délibérantes et suppose, d'autre part, que l'opération de restructuration fasse l'objet d'une authentique négociation entre les sociétés concernées. Ces conditions sont loin d'être toujours réunies. Elles ne le sont point, notamment, lorsque la fusion sert à restructurer de façon interne un groupe, à annexer un partenaire déjà dominé ou à renforcer le pourcentage d'intérêts détenu par un actionnaire au sein de la société absorbante¹³. Le problème de la protection des intérêts des actionnaires minoritaires se pose alors avec une particulière acuité¹⁴.

En témoigne la fusion récente de la société La Redoute avec la société Pinault-Printemps, à l'occasion de laquelle les actionnaires minoritaires de la première ont exprimé leur vif mécontentement devant les tribunaux. Ce dont la presse s'est fait largement l'écho. Les circonstances du conflit peuvent être résumées ainsi. La société Pinault-Printemps, qui détenait 54 % du capital de La Redoute et 68 % des droits de vote, prit la décision d'absorber cette dernière par voie de fusion. Le 18 février 1994, le projet était rendu public et les sociétés, conseillées par une banque d'affaires, annoncèrent une parité d'échange sensiblement inférieure au rapport des cours de bourse entre les deux titres, à savoir d'une action La Redoute contre 0,91 action¹⁵. Le marché réagit immédiatement et le cours de l'action La Redoute, qui avait déjà baissé depuis un mois, cédait presque 10 % de sa valeur.

⁶ Par la loi n° 88-17 du 5 janvier 1988 transposant en droit français les directives européennes du 9 octobre 1978 relative aux fusions (JOCE, n° L 295, 20 oct. 1978, p. 39) et du 17 décembre 1982 relative aux scissions (JOCE, n° L 378, 31 déc. 1982). Cf. J.P. BERTREL et M. JEANTIN, *Acquisitions et fusions des sociétés commerciales*, Litec, 1990, n° 880.

⁷ Par la loi n° 94-126 du 11 février 1994 relative à l'initiative et l'entreprise individuelles qui a supprimé l'intervention des commissaires aux apports. Pour une appréciation critique Cf. J.P. BOUERE et P. LE CANNU, *La loi Madelin du 11 février 1994 et le droit des sociétés*, Bull. Joly, 1994, § 61, p. 244.

⁸ Cf. réponse du Ministre de la Justice JOAN, 18 mai 1974, JCP, 74, IV, p. 437.

⁹ Recommandations concernant l'information des actionnaires et la rémunération des apports en nature dans les opérations de fusion, scission ou apport partiel d'actif, Bulletin mensuel de la COB, n° 95, juill. août 1977.

¹⁰ Le Conseil constitutionnel a ainsi précisé que l'évaluation de la valeur d'une entreprise « doit être conduite selon des méthodes objectives couramment pratiquées... en tenant 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 de filiales et des perspectives d'avenir. » Conseil constit. décisions n° 86-207 des 25 et 26 juin 1986 et n° 86-217 du 18 sept. 1986, Rev. Soc., 86, 606, note Y. GUYON.

¹¹ P. BEZARD et P. CHAPUT, art. cit., p. 488.

¹² Rapport annuel COB, 1991, p. 169.

¹³ Sur les différents types d'opérations de fusions Cf. notamment J.P. LAGARRIGUE, *Droit comptable des fusions de sociétés*, LITEC, 1986, p. 35 et s.

¹⁴ R. ROUTIER, op.cit., n° 188 et s.; B. HUSSON, *La prise de contrôle d'entreprises*, PUF, année???, p. 190; Recommandations COB, précitées, p. 19.

¹⁵ Le rapport des cours de bourse s'établissant sur une moyenne de 12 mois à 1,06, de 6 mois à 1,07, de 3 mois à 1,06 et d'un mois à 1,02.

Le 7 avril 1994, le traité de fusion était signé et près d'une semaine plus tard les commissaires à la fusion et aux apports déposaient leurs rapports sans émettre la moindre réserve sur le calcul de la parité d'échange. En enregistrant le document d'information à destination des actionnaires, la Commission des opérations de bourse a jugé utile d'attirer l'attention de ces derniers sur l'écart entre la parité proposée et le rapport des cours de bourse.

Estimant que le projet portait gravement atteinte à leurs intérêts en sous-évaluant leurs titres par rapport à ceux de Pinault-Printemps, plusieurs actionnaires de La Redoute décidaient de s'y opposer. Au motif que la fusion allait rompre l'égalité existant entre les actionnaires de La Redoute, ils sollicitèrent en justice l'ajournement de l'assemblée générale extraordinaire de leur société. Toutefois, par un jugement en date du 6 mai 1994, le tribunal de commerce de Roubaix-Tourcoing refusait de faire droit à leur demande¹⁶. Malgré une nouvelle tentative d'ajournement devant le Premier Président de la cour d'appel¹⁷, l'assemblée générale extraordinaire ne fut finalement pas reportée. Elle s'est tenue, comme prévu, le 18 mai 1994 et la fusion fut votée par 74,44 % des droits de vote existants. Devant la Cour de Douai, saisie de l'appel formé contre le jugement précité du tribunal de commerce de Roubaix-Tourcoing, les minoritaires confirmèrent, pour l'essentiel, leurs prétentions initiales. L'un d'entre eux, prenant acte de ce que la fusion était d'ores et déjà décidée, saisit cette occasion pour réclamer de surcroît des dommages-intérêts à Pinault-Printemps ainsi qu'une mesure d'expertise afin que soit évalué le montant précis de son préjudice. Le 7 juillet 1994, la Cour d'appel de Douai rejetait l'intégralité de ces demandes.

Que la fusion entre La Redoute et Pinault-Printemps présentât un intérêt certain pour les deux sociétés, spécialement pour celle qui devait absorber, n'était, en l'espèce, contesté par personne¹⁸. Ce n'est pas tant de l'opportunité du projet dont se plaignaient les minoritaires de l'absorbée que de ses modalités, en particulier de la parité d'échange imposée par Pinault-Printemps¹⁹.

Force est de reconnaître que l'intérêt de l'actionnaire majoritaire se trouvait à cet égard diamétralement opposé à celui des minoritaires car de la fixation de la parité d'échange dépendait directement le coût du rachat des actions appartenant à ces derniers²⁰. Sa détermination s'avérait, en l'espèce, d'autant plus délicate que son calcul variait très sensiblement selon les critères retenus, les valeurs des deux titres ne pouvant que difficilement être comparées en raison de leur nature différente: l'un d'entre eux (La Redoute) étant une valeur dite de croissance avec un patrimoine limité alors que l'autre (Pinault-Printemps) représentait, au contraire, une valeur d'actif²¹. La difficulté se trouvait, sans doute, accrue par l'incidence que la parité retenue ne manquait pas d'avoir sur la répartition du pouvoir au sein de Pinault-Printemps même²².

¹⁶ Trib. com. de Roubaix Tourcoing, 6 mai 1994, Bull. Joly., Soc., 1994, 657, note P. Le Cannu.

¹⁷ Qui après avoir autorisé les minoritaires d'assigner à jour fixe devant la Cour pour l'audience du 8 juin 1994 (ordonnance du 10 mai 1994), rejette la nouvelle assignation en référé d'heure à heure portée devant lui par les minoritaires (ordonnance du 16 mai).

¹⁸ L'opération permettait à PINAULT-PRINTEMPS de presque doubler ses fonds propres et de dégager une plus-value non imposable importante après l'annulation des titres de LR.

¹⁹ Dans une déclaration à la presse, ils ont réclamé ainsi un droit de sortie au motif que selon eux «la fusion s'apparente à une expropriation payée avec une monnaie qui n'a pas été choisie» Tribune, 22 février 1994.

²⁰ Selon certains une différence de 0,01 point dans le calcul de la parité de fusion engendrait un coût de 56 millions de francs supplémentaire pour PINAULT-PRINTEMPS et un gain de même montant pour les minoritaires.

²¹ Le critère le plus favorable aux minoritaires semblait être celui de la rentabilité des fonds propres qui donnait une parité entre 2,4 et 3,6 alors qu'une comparaison des dividendes faisait apparaître une parité de 0,52. Cf. article dans la Tribune du 22 févr. 1994.

²² Il a été relevé ainsi que la parité de 0,91 permettait à la société Artémis, représentant les intérêts de la famille Pinault, de garder de manière effective et à quelques actions près la minorité de blocage au sein de Pinault-Printemps nonobstant l'augmentation de capital mise en place pour rémunérer l'apport de La Redoute.

Ne représentant pas un nombre de voix suffisant pour tenir en échec la volonté de l'actionnaire majoritaire, les minoritaires ne disposaient guère de moyens pour contester efficacement la parité d'échange souhaitée par celui-ci. Sauf à démontrer que le projet de fusion fût en lui-même contraire à l'intérêt général de la société²³, ce qui ne semblait pas être le cas en l'occurrence, le sort des minoritaires dépendait ainsi de la bonne volonté de l'actionnaire majoritaire. En droit, leurs intérêts étaient présumés suffisamment protégés par l'intervention des commissaires à la fusion, une supposition dont l'expérience montre qu'il n'est pas toujours aisé de s'accommoder²⁴. Dans ces conditions, seule la possibilité de rechercher la responsabilité de la majorité afin d'obtenir réparation du préjudice que celle-ci devait leur causer restait a priori ouverte aux minoritaires. L'arrêt de la Cour d'appel de Douai fournit l'occasion de rappeler qu'une telle action n'est pas sans présenter quelques difficultés. (II)

Conscients de ces obstacles, les minoritaires de La Redoute ont préféré d'abord une voie plus inhabituelle. Au motif que l'exercice par la majorité de son pouvoir de décision impliquait, en l'espèce, une rupture intolérable des égalités existant tant entre les actionnaires qu'entre les actions, ils tentèrent de contester purement et simplement ce pouvoir.(I) Le dommage redouté devait ainsi être évité. Mais, leur argumentation, si originale fût-elle, ne parvint pas à convaincre. Il n'en demeure pas moins qu'elle eut le mérite de mettre en lumière certaines limites de la protection qu'offre actuellement le droit positif aux minoritaires qui se voient imposer l'absorption de leur société par un absorbant majoritaire chez l'absorbé²⁵.

I. LA CONTESTATION DU POUVOIR DE DECISION DE L'ACTIONNAIRE ABSORBANT MAJORITAIRE

Le pouvoir au sein d'une société, appelée à être absorbée, de décider de sa fusion appartient à l'assemblée générale extraordinaire statuant à la majorité qualifiée des deux tiers des voix des actions présentes ou représentées²⁶. La loi ne distingue pas entre les différents types de fusions et, en particulier, ne prévoit pas de régime dérogatoire pour le cas où la société absorbante est, par ailleurs, actionnaire de la société absorbée²⁷.

Détenant plus des deux tiers des droits de vote de La Redoute, Pinault-Printemps se trouvait libre de décider seule de la fusion des deux sociétés.

Pour l'en empêcher, les actionnaires minoritaires de La Redoute l'ont accusée, en premier lieu, de vouloir se ménager de la sorte un «*avantage particulier*» sur le patrimoine de leur propre société; avantage que Pinault-Printemps se verrait intégralement attribué à la suite de la fusion. (A) En privant, par voie de conséquence, les actions des minoritaires de tout droit sur ce patrimoine on aboutirait, selon eux, à une dissociation des droits à l'origine identique attachés à chaque action de La Redoute. Et les minoritaires de critiquer également le projet au motif de ce qu'il aurait pour effet de diviser les actions en deux catégories sans que la procédure adéquate ne soit respectée.(B)

²³ Cf. infra II, A.

²⁴ Citons pour preuve les nombreuses plaintes reçues chaque année par la COB de la part de minoritaires qui estiment leurs intérêts lésés dans le cadre d'une fusion. Cf. notamment les rapports annuels suivants de la COB: 1979, p. 24; 1990, p. 14; 1991, p. 51 et 167 et s.; 1992, p. 50 et s.; 1993, p. 52 et s.

²⁵ Par souci de simplification les expressions «actionnaire absorbant majoritaire», «actionnaire majoritaire» ou «majoritaire» désigneront, ci-après, l'actionnaire majoritaire chez l'absorbé qui décide d'absorber sa filiale.

²⁶ Art. 372 al.2, loi du 24 juill.1966.

²⁷ Seul le cas où l'intérêt particulier de créanciers obligataires mérite protection est réservé.

A. SUR L'AVANTAGE PARTICULIER

L'«*avantage particulier*» que la fusion devait procurer à Pinault-Printemps consistait, aux yeux des actionnaires minoritaires, en la possibilité acquise à celle-ci d'absorber l'intégralité du patrimoine de La Redoute alors que l'ensemble des autres actionnaires devait se contenter d'un échange de leurs actions contre des actions de Pinault-Printemps. Une opération qui eût permis à Pinault-Printemps de jouir d'une préférence absolue sur le fonds social de La Redoute et ce sans l'accord des autres actionnaires, violant ainsi la procédure de vérification et de contrôle des «*avantages particulier*» instituée par la loi du 24 juillet 1966.

Rappelons que les articles 80, 193 et 377 de la loi sur les sociétés commerciales assimilent à des apports en nature les avantages, pécuniaires ou non, attribués à titre personnel à un associé ou à un tiers à l'occasion de la constitution de la société ou, postérieurement, lors d'une augmentation de capital²⁸. S'agissant avant tout de préserver l'égalité existant entre associés, la doctrine — qui par ailleurs ne fait pas l'unanimité quant au champ d'application exact de ces dispositions — s'accorde à reconnaître que la procédure prévue doit être respectée chaque fois que certains actionnaires acquièrent un droit de préférence sur le fonds social ou ses produits²⁹.

L'argument des minoritaires de La Redoute était «*séduisant*», comme s'est plu à l'admettre la Cour d'appel. Mais il ne devait pas emporter la conviction des magistrats.

La motivation développée par le jugement du tribunal de commerce de Roubaix Tourcoing pour le rejeter n'était certes pas à l'abri de toute critique. En exigeant, en premier lieu, que l'avantage résulte d'une «*stipulation*», les juges avaient non seulement posé une condition non prévue par les textes mais aussi méconnu les termes du contrat de fusion et de la résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire de La Redoute qui l'un et l'autre s'y réfèrent expressément. Ne paraissaient pas non plus décisifs ni le motif tiré du caractère obligatoire de la transmission universelle du patrimoine de la société absorbée à la société absorbante, ni la constatation, contestable, que Pinault-Printemps devait recevoir le patrimoine de La Redoute en tant que société absorbante plutôt qu'en qualité d'actionnaire de La Redoute. Si l'article 372-1 de la loi du 24 juillet 1966 prévoit effectivement qu'une fusion comporte l'attribution du fonds social de la société absorbée à la société absorbante, encore faut-il que les actionnaires des sociétés concernées décident auparavant de l'opération. Le vote sollicité de l'assemblée générale extraordinaire de La Redoute avait bien pour objet de décider l'absorption du patrimoine de La Redoute par Pinault-Printemps et cette dernière ne pouvait donc pas prétendre en bénéficier par le seul effet de la loi. Peu importait, par ailleurs, qu'elle ait reçu le soi-disant avantage en tant qu'actionnaire ou non, la loi n'opérant plus de distinction à cet égard.

La véritable raison pour laquelle il n'y avait pas lieu de soumettre la décision des actionnaires de La Redoute à la procédure des avantages particuliers est ailleurs. Comme le souligne, à juste titre, l'arrêt de la Cour de Douai, l'égalité entre l'actionnaire absorbant, qui recueille le fonds social, et tous les autres doit être assurée grâce à un échange équitable

²⁸ H. BOSVIEUX, De la notion d'avantage particulier, J. soc., 127, 66 et s.; H. BOSVIEUX, De la distinction entre avantages particuliers soumis à vérification et les avantages soumis à l'approbation d'assemblées spéciales, J. soc., 1930, 2 et s.; R. PERCEROU, La notion d'avantages particuliers, Dix ans de conférence d'agrégation, Etudes de droit commercial offertes à J. Hamel, Dalloz, 1961, p. 171 et s.; Cl. GIVERDON, Enc. Dalloz, Rép. Sociétés, V° Avantages particuliers; M. COZIAN et A. VIANDIER, Droit des sociétés, LITEC, 6e éd., 1993, n° 615; Y. GUYON, Droit des affaires, t.I, Droit commercial général et sociétés, Economica, 7e éd., 1992, n° 286; Ph. MERLE, Sociétés commerciales, Précis Dalloz, 2e éd., n° 262; RIPERT et ROBLOT, Traité de droit commercial, t.I, L.G.D.J., 15e éd., 1993, par M. GERMAIN, n° 1116; D. SCHMIDT, De l'intérêt commun des associés, JCP, 1994, I, 3793.

²⁹ La solution n'est plus contestée depuis un arrêt de la chambre civile de la Cour de cassation du 6 mars 1935 (D.H., 1935, 265).

de leurs actions contre une participation dans le capital de la société absorbante. Dans la mesure où la parité d'échange est estimée juste et équitable³⁰, peut-on encore concevoir l'existence d'avantages particuliers au profit de la société absorbante portant atteinte aux intérêts des autres actionnaires de la société absorbée? L'équivalence assurée entre les actions de l'absorbée et celles de l'absorbante semble bien garantir une certaine égalité entre les actionnaires de l'absorbée, y compris l'absorbante, à l'occasion de l'échange de leurs titres³¹.

C'est dire que les faveurs visées ne peuvent, en réalité, être constatées qu'au détriment des actionnaires de la société absorbante elle-même à l'occasion de l'augmentation de capital consécutive à la fusion. C'est en ce sens que l'ancien article 378 de la loi du 24 juillet 1966 prévoyait que seule l'assemblée générale extraordinaire de la société absorbante devait connaître de la constitution d'éventuels avantages particuliers conformément aux dispositions de l'article 193. L'on regrettera que le nouvel alinéa 4 inséré dans l'article 377³² en substitution de l'article 378, par la loi du 11 février 1994 relative à l'initiative et à l'entreprise individuelles ne le précise plus expressément. Il n'en demeure pas moins incorrect de soutenir que cette loi a eu pour effet d'étendre la vérification des avantages particuliers à la société absorbée alors que son but est seulement d'alléger la procédure de fusion en supprimant la double intervention d'un commissaire aux apports et d'un commissaire à la fusion.

Remarquons enfin que l'application, en l'espèce, du régime particulier d'adoption des avantages particuliers aurait conduit au résultat paradoxal de reconnaître aux minoritaires de La Redoute, n'atteignant pas la minorité de blocage, le pouvoir de décider ou non de la fusion de La Redoute avec son actionnaire majoritaire³³. Rien ne justifiait une telle entrave au jeu normal de la loi de la majorité alors qu'aucun abus de pouvoir n'était reproché dans ce contexte à l'actionnaire majoritaire et qu'au surplus toute opposition des minoritaires au projet eût semblé être suscitée par des motifs strictement égoïstes, étrangers sinon contraires à l'intérêt général³⁴.

B. SUR LA DIVISION DES ACTIONS EN DEUX CATEGORIES DISTINCTES

Dans la lignée de la contestation du prétendu avantage particulier dont aurait profité Pinault-Printemps, les minoritaires tiraient un second argument de la différence d'issue qu'impliquait, selon eux, la fusion pour les actionnaires de La Redoute. Selon les termes des statuts, chaque action donnait droit, dans l'actif social, à une part proportionnelle à la quotité de capital qu'elle représentait. Or, après la fusion, les minoritaires se prirent à considérer que seules leurs actions allaient être privées de cet avantage alors que celles détenues par Pinault-Printemps lui permettraient, au contraire, de récupérer l'intégralité du patrimoine de La Redoute. La décision que tentait de leur imposer Pinault-Printemps aurait donc bien pour effet de modifier les droits, à l'origine identiques, de chaque action sur l'actif social. Pour preuve, les minoritaires ont insinué qu'une telle différenciation de leurs droits ne serait pas apparue si La Redoute avait été absorbée par un tiers non-actionnaire, toutes les actions sans distinction perdant dans ce cas leur droit dans l'actif

³⁰ Cf. infra.

³¹ Cf. cependant D. SCHMIDT, De l'intérêt commun des associés, JCP, 1994, I, 3793, spécialement n° 9.

³² Le texte dispose dorénavant que: «les commissaires à la fusion apprécient sous leur responsabilité la valeur des apports en nature et les avantages particuliers et établissent à cet effet le rapport prévu à l'article 193.» Cf. Le commentaire critique précité de J.P. BOUERE et P. LE CANNU.

³³ P. Le Cannu, note précitée sous Trib. com. de Roubaix Tourcoing, 6 mai 1994, Bull. Joly., Soc., 1994, 657.

³⁴ Bien qu'un abus de minorité suppose, en principe, que celle-ci ait refusé de prendre une décision essentielle à la préservation des intérêts de la société. Com. 15 juillet 1992, Bull. civ., IV, n° 279.

social pour être toutes échangées contre des actions dans le capital de la société absorbante. Aboutissant à une division des actions de La Redoute en deux catégories différenciées, la fusion avec Pinault-Printemps n'eût pu, en revanche, être décidée sans l'approbation d'une assemblée spéciale réunissant les actionnaires dont les droits seraient diminués, conformément aux articles 156 et 376 de la loi du 24 juillet 1966.

La question de l'application de l'article 156³⁵, au-delà du cas expressément prévu d'une modification des droits attachés à une catégorie d'action préexistante, à celui d'une division des actions d'une même classe en deux ou plusieurs catégories resta longtemps controversée en doctrine³⁶. Une opinion dominante semble toutefois s'être dégagée aujourd'hui pour considérer que *«la procédure des assemblées spéciales doit être suivie dès que se produit une rupture d'égalité entre actions, que ces actions appartiennent à des catégories différentes ou fassent partie d'une même classe»*³⁷ faisant ainsi prévaloir l'esprit de la règle sur la lettre du texte. Dès lors, la décision de scinder des actions jouissant initialement de droits identiques en plusieurs catégories distinctes requiert effectivement pour sa validité l'intervention d'une assemblée spéciale des actionnaires appartenant à la catégorie atteinte par la modification.

Mais la fusion de La Redoute avec Pinault-Printemps devait elle véritablement comporter une telle division des actions de La Redoute?

Le tribunal de commerce de Roubaix Tourcoing l'a nié en estimant qu'au moment de la fusion tous les actionnaires de La Redoute recevaient, à due concurrence, des actions de Pinault-Printemps en échange de leurs titres, la renonciation par Pinault-Printemps à l'émission des actions qui lui étaient dévolues, sous peine de créer un capital fictif, n'intervenant que postérieurement. Le motif pouvait paraître quelque peu artificiel. Depuis la loi du 5 janvier 1988, est-il encore exact de considérer que la fusion implique la création, ne serait-ce qu'un temps de raison, de droits au profit de tous les actionnaires de la société absorbée dans le capital de la société absorbante, alors que l'article 372-1 de la loi du 24 juillet 1966 dispose dorénavant qu' *«il n'est pas procédé à l'échange de parts ou d'actions de la société bénéficiaire contre des parts ou actions des sociétés qui disparaissent lorsque ces parts ou actions sont ... détenues par la société bénéficiaire ...»*^{38 39?}

Constatant que Pinault-Printemps n'a pas reçu d'actions nouvelles suite à l'absorption de La Redoute, l'arrêt de la Cour s'est gardé de reprendre la motivation des juges consulaires. L'arrêt ne contient pour autant pas d'autre réponse à l'argument des minoritaires mais se contente d'affirmer que les droits attachés à chaque action ont été suffisamment respectés par la désignation, en justice, d'un ou de plusieurs commissaires à la fusion.

Il y avait certainement quelque contradiction à prétendre que l'opération critiquée devait se traduire par l'apparition de nouvelles catégories d'actions au sein de La Redoute au moment précisément où celle-ci disparaissait. Suite à une fusion, toutes les actions de la

³⁵ remplaçant l'ancien article 34 alinéa 4 du code de commerce.

³⁶ J.C.I. Sociétés, v° Assemblées spéciales, fasc. 143, Ph. NOCQUET, n° 15 et s.

³⁷ Ph. NOCQUET, art.cit., n° 18; R.et J. LEFEBVRE, Les assemblées générales d'actionnaires, n° 453 (préciser référence) HEMARD, TERRE et MABILAT, Sociétés commerciales, t. II, 1974, n° 373.

³⁸ Le nouveau texte a été pris en application de la 3e directive 78/855 du Conseil des Communautés européennes du 9 octobre 1978 concernant les fusions de sociétés anonymes dont l'article 19-2 dispose qu'aucune action de la société absorbante n'est échangée contre les actions de la société absorbée détenues par la société absorbante elle-même

³⁹ Notons toutefois que les travaux préparatoires de la loi du 5 janvier 1988 relèvent que l'absence d'échange d'actions prévue par la directive précitée ne signifie pas à proprement parler qu'aucune action ne soit créée au profit de la société bénéficiaire. Cf. rapport du sénateur Dailly au nom de la Commission des Lois, JO, Sénat, séance du 12 nov. 1987, p. 3837 et s.

société absorbée, sans distinction, se trouvent privées de leur droit sur l'actif social. L'absorption de celui-ci par l'un de ses anciens actionnaires s'effectue aux mêmes conditions que son attribution à un tiers et n'est théoriquement pas affectée par son ancienne participation au capital de la société absorbée. L'annulation de ses titres, alors que ceux des autres actionnaires se trouvent échangés, peut certes s'avérer avantageuse pour l'actionnaire absorbant, en lui permettant notamment de dégager, le cas échéant, immédiatement une plus-value sur cette participation⁴⁰. Mais il ne saurait être question à ce propos d'un privilège réservé à ses actions justifiant la tenue d'une assemblée spéciale.

Un traitement égalitaire des actions n'implique évidemment pas une égalité des situations dans lesquelles se trouvent les actionnaires, ne serait-ce qu'en raison de l'importance respective de leurs participations. Le principe d'égalité, qui inspire le droit des sociétés⁴¹, ne commande assurément pas à corriger, en toutes circonstances, ces différences, mais tend essentiellement à prémunir les associés contre l'introduction de nouveaux privilèges qui seraient réservés à certains d'entre eux, sans que les autres y consentent, selon les procédures spéciales prévues à cet effet. La fusion avec La Redoute constituait, sans doute, une bonne affaire pour Pinault-Printemps. Elle n'aboutissait pas pour autant à la naissance d'un «avantage particulier» à son profit, ni d'un droit attaché exclusivement à ses actions. En l'état du droit positif, son pouvoir de contrôle, qui lui permettait d'en décider, n'était, de ce fait, pas susceptible d'être contesté en soi. Restait aux minoritaires le droit de se plaindre des conditions dans lesquelles il eût été exercé.

II. LA MISE EN JEU DE LA RESPONSABILITE DE L'ACTIONNAIRE ABSORBANT MAJORITAIRE

Les décisions prises par la majorité ne font pas toujours le bonheur de l'ensemble des actionnaires. Elles ne s'imposent pas moins à tous, parce qu'elles sont précisément l'expression de la volonté de la majorité⁴². Le pouvoir de la majorité ne connaît aujourd'hui plus guère de limites⁴³. Celle-ci doit seulement veiller à ne pas en abuser pour satisfaire des intérêts strictement personnels, au détriment de la minorité. Elle risquerait sinon d'engager sa responsabilité envers ceux qui auraient injustement souffert de ses décisions.

Du fait que l'échange entre les actions de La Redoute et celles de Pinault-Printemps dussent s'effectuer selon une parité sensiblement inférieure au rapport des cours de bourse de ces deux titres avant l'annonce du projet, les minoritaires de La Redoute se plaindrent de ce que la fusion allait leur causer un grave préjudice. Après avoir tenté en vain de s'y opposer, ils n'avaient d'autre ressource que demander la réparation du dommage qu'ils prétendaient subir.

Au motif que, depuis le jugement du tribunal de commerce, la fusion avait été définitivement adoptée par l'assemblée générale extraordinaire de leur société, l'un des minoritaires n'a d'ailleurs pas hésité à mettre en jeu la responsabilité de Pinault-Printemps en instance d'appel. Il eût été mieux avisé d'intenter une nouvelle action à cette fin, la Cour de Douai ne pouvant que déclarer irrecevable sa demande de dommages-intérêts comme étant manifestement nouvelle.

⁴⁰ R. ROUTIER, *op. Cit.*, n° 241.

⁴¹ P. CORDONNIER, L'égalité entre actionnaires avant et depuis la loi du 22 novembre 1913, *J. des soc.*, 1924, 415; J. MESTRE, L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé), *Rev. Soc.*, 1989, 399; L'égalité des actionnaires, mythe ou réalité, *Rapports aux entretiens de Nanterre* par MM. P. BISSARA, P. DIDIER et M. MISSEREY, *JCP*, 1994, éd. E, supplém. n° 5, p. 18 et s.

⁴² Sur les fondements historiques et philosophiques de la loi de la majorité, Cf. l'article de F. TERRE, *Rev.jp.com.*, 1991, p.9.

⁴³ Sur les limites du pouvoir majoritaire, Cf. l'article de C. GOYET, *Rev. jp. com.*, 1991, p. 58.

L'irrecevabilité de la prétention n'a pas empêché cependant les magistrats de révéler leur sentiment sur les chances de succès d'une action en responsabilité contre Pinault-Printemps. Quelques précisions sur les conditions de l'action, qui n'avaient d'ailleurs pas été clairement exposées dans le cadre de la procédure d'appel, (A) permettent de mieux comprendre les difficultés auxquelles elle risque de se heurter⁴⁴. (B)

A. PRECISIONS SUR LES CONDITIONS DE L'ACTION EN RESPONSABILITE

Au sein d'une société, les associés sont liés entre eux par un pacte social qui les oblige à respecter les droits, le plus souvent, égaux reconnus à chacun et à ne pas manquer d'une certaine «*affectio societatis*», d'intensité variable selon le type de société⁴⁵. Méconnaît ces devoirs, la majorité qui use de son pouvoir «*contrairement à l'intérêt général et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de la minorité*»⁴⁶. Un abus de majorité n'est toutefois constitué, selon une jurisprudence constante de la Cour de cassation, qu'à la double condition d'une atteinte à l'intérêt social et d'une rupture consécutive de l'égalité entre actionnaires⁴⁷.

En matière de fusion, l'exigence se comprend aisément dès lors que l'action des minoritaires tend à ajourner l'assemblée générale extraordinaire appelée à se prononcer sur le projet ou à obtenir l'annulation d'une résolution adoptée par celle-ci⁴⁸. Eu égard à la gravité de leur décision pour la société elle-même, les juges se doivent d'apprécier le comportement de la majorité, de même que celui des dirigeants sociaux, à l'aune de l'intérêt social⁴⁹. En aucun cas la gestion et la situation de la société ne doivent être déstabilisées «*pour des motifs tirés des seuls intérêts personnels des minoritaires qui doivent s'incliner devant les décisions régulièrement prises à la majorité*»⁵⁰.

En revanche, la condition d'une atteinte à l'intérêt social ne se justifie guère lorsque les minoritaires se contentent de réclamer à la majorité des dommages-intérêts en réparation du préjudice que celle-ci a pu leur causer en dictant des conditions de fusion, en particulier une parité d'échange, désavantageuse⁵¹. L'intérêt de la décision pour la société elle-même n'étant, dans cette hypothèse, pas contesté, il n'y a pas lieu d'en faire le critère de la bonne ou mauvaise foi de la majorité. Seules comptent ses conséquences pour les actionnaires⁵².

44 Il n'était, en l'espèce, pas contestable que la décision attaquée était bien imputable à la société PINAULT-PRINTEMPS qui détenait à elle seule plus des deux tiers des droits de vote. L'action échappait, de ce fait, à l'obstacle d'une identification souvent délicate de la majorité, obstacle sur lequel nous ne reviendrons pas dans le cadre du présent commentaire. (Cf. J.L. RIVES LANGE, L'abus de majorité, Rev. juris. Com., 1991, p.72; D. SCHMIDT, op.cit., n° 248 et s.)

45 J.M. DE BERMOND DE VAULX, Le spectre de l'*affectio societatis*, JCP, éd. E, 1994, I, 346

46 Com. 18 avr. 1961, D., 61, 161; JCP, 61, II, 12164 note D.B.; Com. 30 mai 1980, Bull.civ., IV, n° 223, p. 180, Rev.soc., 81, 311, note D. SCHMIDT; Com. 23 juin 1987, Bull.civ., IV, n°160, p. 121; Com. 22 jan. 1991, Bull.civ., IV, n° 39.

47 Sur cette double condition et les tentatives de certains auteurs de la réduire à l'unité en faisant prévaloir soit le critère de l'intérêt général, soit celui de la rupture d'égalité Cf., en particulier, J.L. RIVES LANGE, art. cit., p. 66 et s.

48 A titre d'exemple: Com. 11 oct. 1967, D., 68, 136; RTDCom., 68, 94, obs. Houin; Versailles 24 juin 1993, D., 93, IR, 216, Bull. Joly, Soc., 93, 1013, note P. LE CANNU; J.Cl., Sociétés Traité, v° Fusions-Scissions, fasc. 164-B par M. JEANTIN; R. ROUTIER, op. Cit., n° 374.

49 Comme le souligne Cl. CHAMPAUD (RTDCom., 1990, 548) ' La pierre de touche de l'abus, ce qui permet de le séparer de l'usage légitime du pouvoir, c'est à l'intérêt social, c'est à dire cet intérêt général, particulier à l'entreprise, appréciée par rapport aux chances de vie, de survie et de croissance que lui procurent ou lui retirent les décisions contestées. »

50 M.C. PINIOT, La situation des associés minoritaires dans la jurisprudence récente de la chambre commerciale, Rapport de la Cour de cassation 1993, Documentation française, 1994, p. 107 et s.

51 Comme le rappelait L. JOSSERAND, (De l'esprit des Droits et de leur relativité, Théorie dite de l'abus des Droits, Dalloz, Paris, 1927, n° 268) : «Les droits... qui sont établis... pour assurer un juste équilibre des intérêts en présence, ne sauraient être mis au service de la malice, de la méchanceté, de la malveillance; leur origine, leur essence, leur finalité s'opposent irréductiblement à jouer ce rôle impie et dérisoire par quoi il se renieraient eux-mêmes». Cf. également , G. RIPERT, La règle morale dans les obligations civiles, LGDJ, Paris, 1949, en particulier, n° 86 et s. et n° 159.

52 Les tribunaux admettent ainsi d'ordonner une mesure d'expertise sur le fondement de l'article 145 du N.C.P.C. lorsque le seul intérêt patrimonial des actionnaires le justifie, en matière de fusion: Paris, 1e ch. A, 14 juin 1988, D., 88, 505, note A. VIANDIER et, à propos d'une augmentation de capital: Paris 28 nov. 1990, Bull. Joly, 91, 182, note M. JEANTIN; Cf. également J.C. MARIN, La mission du juge dans la prévention des abus, Rev. juris. com., 91, n° spécial, La loi de la majorité, p. 110

S'il apparaît que la résolution a été prise dans l'unique dessein de favoriser la majorité au détriment des minoritaires, celle-ci a incontestablement violé le pacte social qui impose le respect de l'intérêt commun des associés⁵³. Tel est le cas, en particulier, lorsqu'un actionnaire majoritaire décide d'absorber sa filiale en imposant aux minoritaires une sous-évaluation de leurs intérêts afin de pouvoir les racheter à moindre coût. L'abus est pleinement caractérisé par la seule volonté de la majorité de rompre l'égalité entre actionnaires⁵⁴. Le fait que la fusion puisse présenter un intérêt pour la société absorbée ne constitue pas une cause d'exonération de responsabilité «l'avantage social n'étant que la résultante accessoire d'une action dont l'objectif est inégalitaire»⁵⁵.

Les nombreuses plaintes reçues chaque année par la Commission des Opérations de Bourse de la part de «minoritaires mécontents contestant ... la fixation d'une parité favorable aux majoritaires, notamment à la suite de mouvements en bourse sur l'un ou l'autre des titres concernés»⁵⁶ démontrent que l'hypothèse n'est pas d'école. Reste à savoir pourquoi les tribunaux ne leur reconnaissent pas plus fréquemment un droit à réparation.

B. OBSTACLES A LA MISE EN JEU DE LA RESPONSABILITE DE L'ACTIONNAIRE MAJORITAIRE

Fondée sur un abus de pouvoir de sa part, l'action en responsabilité contre Pinault-Printemps supposait, par conséquent, que soit démontrée à son encontre une volonté délibérée de méconnaître l'égalité des actionnaires de La Redoute. La Cour d'appel de Douai, bien qu'ayant déclaré irrecevable la demande de dommages-intérêts formée par l'un des minoritaires, a estimé qu'en l'espèce, la preuve de cette inégalité n'était pas rapportée. L'arrêt met en lumière un obstacle que pose souvent la mise en jeu de la responsabilité de l'actionnaire majoritaire.

Soulignons, en premier lieu, que la conscience de porter atteinte aux intérêts de la minorité, qui caractérise l'abus de majorité, ne peut être établie que si la rupture d'égalité réalisée par la fusion est flagrante, si le sort réservé aux minoritaires est manifestement inéquitable, le rapport d'échange retenu n'étant pas «raisonnable»⁵⁷. Vouloir respecter en la matière, coûte que coûte, une égalité parfaite entre actionnaires serait sans doute illusoire et en tout cas «peu respectueux de la logique de fonctionnement du marché et peu compatible avec l'approche économique des phénomènes de contrôle»⁵⁸. L'intention dolosive prêtée à l'actionnaire majoritaire suppose une parité non seulement défavorable aux minoritaires mais qui, de plus, s'écarte sensiblement de celles susceptibles d'être calculées à partir des méthodes d'évaluation courantes⁵⁹.

L'inéquité des conditions d'une fusion lorsqu'elle est évidente, devrait normalement être décelée sans difficulté par les commissaires à la fusion. «Garants de l'égalité entre les actionnaires», ceux-ci sont, en effet, chargés de procéder «à une analyse indépendante

53 Cf. D. SCHMIDT, De l'intérêt commun des associés, JCP, 1994, I, 3793, spécialement n° 6.

54 Comme l'a souligné à juste titre D. SCHMIDT: «une résolution peut se révéler abusive ... s'il apparaît qu'elle a été prise dans l'unique dessein de favoriser certains associés » Sa conclusion qu'il suffit, en tout état de cause «pour caractériser pleinement l'abus de majorité, de retenir que la résolution abusive est celle qui rompt intentionnellement l'égalité entre associés » nous paraît cependant excessive. D. SCHMIDT, note sous Com. 30 mai 1980, Rev. Soc., 81, 311; Cf. aussi M. GERMAIN, L'abus de majorité, Gaz. Pal., 1987, I, 157.

55 D. SCHMIDT, note précitée, p. 313 et D. SCHMIDT, op. cit., n° 204 et s.

56 Rapport annuel de la COB, 1991, p. 51 et 167 et s.; Cf. aussi les rapports annuels de 1979, p. 24; 1990, p. 14; 1992, p. 50 et s.; 1993, p. 52 et s.

57 Selon les termes de l'article 10.2 de la 3e directive CEE n° 78-855 du 9 oct. 1978 qui fait état de la nécessité «d'un rapport d'échange pertinent et raisonnable».

58 B. HUSSON, op. cit., p. 195.

59 Versailles, 12e ch. A, 1er oct. 1986, Bull. Soc., 86, 955 et 87, 28, note P. LE CANNU; JCP, éd.E, 1987, 16342.

de l'opération dans tous ses aspects en vue de rechercher si des actionnaires ou groupes d'actionnaires se trouvent placés dans des conditions différentes au regard de cette opération». Leur examen, nous rappelle la Commission des opérations de bourse, «doit être entièrement animé par la recherche de l'équité de l'opération» et «se préoccuper surtout du cas des actionnaires qui n'ont aucune part aux décisions de gestion et subiront les effets de l'opération d'apport», et ce d'autant plus lorsque la fusion intervient entre deux sociétés dont l'une est dominée par l'autre, de sorte qu'elle n'a pas fait l'objet d'une véritable négociation⁶⁰.

Les critiques que les commissaires à la fusion peuvent émettre sur le caractère équitable de la fusion conduisent normalement les dirigeants à réviser la parité d'échange qu'ils entendent proposer à l'assemblée. A défaut, les minoritaires seraient en droit de s'en plaindre devant les tribunaux qui, eux, ne semblent pas hésiter, dans ce cas, à nommer un expert indépendant afin de vérifier si leurs intérêts n'ont pas été sacrifiés^{61 62}.

Les juges se montrent, en revanche, plus réticents à accéder aux demandes des minoritaires contestant les conditions financières d'une fusion lorsque le rapport des commissaires à la fusion ne comporte aucune réserve sur l'équité de la transaction⁶³. L'évaluation des valeurs respectives de titres échangés se révèle fréquemment une opération extrêmement complexe nécessitant une approche multi-critères spécialement adaptée à chaque cas d'espèce⁶⁴ dans laquelle les tribunaux hésitent encore à s'immiscer⁶⁵. La liberté d'appréciation reconnue aux commissaires à la fusion rend malaisée une mise en cause du caractère sérieux de leurs investigations et de la qualité de leurs jugements nécessairement empreints d'une certaine subjectivité. Le contrôle judiciaire auquel leurs interventions sont susceptibles d'être soumises, dans le cadre d'une action en responsabilité, a tendance, dans ces conditions, à demeurer avant tout formel. N'est-ce pas ce qu'avoue la Cour d'appel de Douai en reconnaissant que «les commissaires à la fusion ont rempli leur mission dans des conditions qui interdisent à la Cour ... d'affirmer que ceux-ci se sont trompés et que les minoritaires ont été désavantagés»⁶⁶. Sauf à démontrer que le rapport établi est manifestement erroné ou insuffisant⁶⁷, les minoritaires auront, par conséquent, du mal à convaincre les juges d'une méconnaissance flagrante de leurs droits. Le contrôle opéré par les commissaires à la fusion, dont le but est pourtant de prévenir d'éventuels abus, tend ainsi à prémunir, par la même occasion, la majorité contre les plaintes des minoritaires.

En vue de renforcer cette défense, les dirigeants mis en place par la majorité prennent d'ailleurs, de plus en plus souvent, soin de commander une seconde expertise à une banque d'affaires qui sera chargée d'attester du caractère équitable des conditions du projet de restructuration ou d'acquisition proposé aux actionnaires. Ces attestations d'équité ou

⁶⁰ Recommandations COB, précitées, p. 15, 16 et 19; Cf. également B. HUSSON, op.cit., p. 190.

⁶¹ T.com, Paris, réf., 1er déc. 1992, JCP, 93, éd.E, n° 384, note A. VIANDIER.

⁶² Il est également arrivé à la Commission de opérations de bourse d'intervenir dans ce cas en vue d'obtenir un report de l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à être absorbée. Cf. Affaire de la Société des forges, Rapport COB, 1981, p. 23 et s.; R. ROUTIER, op. cit., n° 311.

⁶³ Paris 1e ch, B, 8 déc. 1988, Rev. Soc., 89, 227, note P. LE CANNU; Paris 13 nov, 1990, RJDA, 91, n° 123, Rev. Soc., 91, 137, obs. Y GUYON.

⁶⁴ Sur la nécessité de tenir compte de la situation spécifique de chaque entreprise: Paris 1e ch., 8 juill 92, BRDA, 31 oct. 92, p. 14.

⁶⁵ Les valeurs relatives doivent ainsi être approchés par des critères aussi variés que ceux de la rentabilité, de l'actif net, de la capitalisation boursière, des résultats prévisionnels ... dont la pertinence par rapport à la nature économique de l'opération et la consistance des actifs doit être vérifiée. Cf. Recommandations de la COB précitées, p. 21 et s.; A. VIANDIER et C. De LAUZAINGHEIN, Droit comptable, Dalloz, 2e éd., 1993, n° 312 et s., D. PENE, Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise, Economica, 1990; J.P. LAGARRIGUE, Droit comptable des fusions de société, LITEC, 1986, n° 145 et s.

⁶⁶ Douai, 7 juill. 1994.

⁶⁷ Paris, 1e ch. A, 14 juin 1988, D., 88, 505, note A. VIANDIER.

«*fairness opinions*»⁶⁸, nées d'une pratique américaine⁶⁹, constituent certes aussi une garantie pour ces derniers⁷⁰. C'est en ce sens que la Commission des opérations de bourse souhaite leur développement, en particulier, en matière d'offre publique⁷¹ et, spécialement, «*dans les cas d'offres de retrait dans lesquelles l'actionnaire se voit présenter une dernière possibilité de négocier son titre avant la radiation, ... lorsque l'initiateur de l'offre a déjà le contrôle de la société visée ou lorsqu'existent des liens particuliers entre l'initiateur de la transaction et la cible*»⁷². Le Règlement Général du Conseil des Bourses de Valeurs vient même de rendre obligatoire l'intervention d'un expert indépendant en cas de retrait obligatoire («*squeeze-out*»)⁷³ ⁷⁴. Mais les risques de voir leur responsabilité engagée et leur réputation mise en cause incitent les banques d'affaires mandatées pour établir de telles attestations d'équité à prendre le plus grand soin d'en limiter la portée par d'innombrables réserves sur la sincérité, la qualité, l'exhaustivité ... des informations qui leur auront été communiquées et les méthodes d'évaluation utilisées. Leur avis peut de ce fait ne s'avérer que d'un secours limité aux actionnaires dont il est pourtant censé éclairer l'opinion⁷⁵.

Mais, dans la mesure où l'attestation d'équité se révèle favorable à l'opération envisagée, elle représentera incontestablement un nouvel obstacle aux critiques éventuelles des minoritaires car elle rend moins probable l'hypothèse d'une rupture intolérable de l'égalité entre actionnaires. Il importe, par conséquent, qu'elle soit émise par un expert indépendant des sociétés concernées⁷⁶, neutre vis-à-vis de l'opération elle-même⁷⁷, et disposant des informations, des moyens d'investigation et du temps nécessaires pour formuler une opinion avertie. A défaut, celle-ci risque de paraître de simple complaisance et d'exposer son auteur à une action en dommages-intérêts si le caractère inéquitable de l'opération venait à être établi⁷⁸.

⁶⁸ «Fairness opinions are short letters that state an opinion whether the consideration in a proposed transaction is fair to the shareholders from a financial point of view»: M.W. MARTIN, Fairness opinions and negligent misrepresentation: Defining Investment Bankers' duty to third-party shareholders, 60, Fordham L. Rev., 133 (oct. 1991).

⁶⁹ Cf., en particulier, le très complet article de M.W. MARTIN, Fairness opinions and negligent misrepresentation: Defining Investment Bankers' duty to third-party shareholders, 60, Fordham L. Rev., 133 (oct. 1991).

⁷⁰ STEINBERG & LINDAHL, The Duty owed to Minority Shareholders by an Investment Banker in Rendering a Fairness Opinion, 13, Sec. Reg., L.J. 80, 80 (1985); WINTER, On «Protecting the Investor», 63 Wash. L. Rev., 881, 895, n° 44 (1988).

⁷¹ La COB a récemment demandé une telle expertise à l'occasion notamment de la cession de la FNAC par la GMF, de l'acquisition du CNIT par la Compagnie Générale des Eaux et de l'offre publique d'échange présentée par Lagardère Groupe aux actionnaires de Matra Hachette. Rapport annuel COB, 1993, p. 53.

⁷² Rapport annuel COB, 1993, p. 54.

⁷³ Règlement Général du CBV (homologué par l'arrêté du 9 juin 1994, J.O. 18 juin, p. 806), art. 5-6-1 al. 3 «A l'appui du projet d'offre, l'initiateur fournit au conseil une évaluation des titres de la société visée, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actif, tenant 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 évaluation est assortie de l'appréciation d'un expert indépendant.». Dans sa Décision Générale n° 94-04 relative à la mise en oeuvre du retrait obligatoire, du 24 juin 1994, le CBV précise que «Préalablement au dépôt de son projet d'offre publique de retrait, l'initiateur soumet à l'accord du Conseil des Bourses de Valeurs le nom de l'expert indépendant qu'il envisage de retenir.» (art. 1er).

⁷⁴ Précisons toutefois que l'attestation d'équité *stricto sensu* mérite d'être distinguée de l'expertise indépendante en ce sens que la première consiste essentiellement à prendre parti sur l'opportunité pour les actionnaires à participer à une opération qui leur est proposée et comporte ainsi nécessairement un jugement de valeur alors que l'expertise indépendante se contente, en principe, à apprécier le caractère objectif et pertinent d'une évaluation. A. VIANDIER, Le retrait obligatoire, RJDA 10/94, p. 783 spécialement n° 36 et s. et n° 45 et s., C. BAJ, Le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires des sociétés cotées, Rev. dr. banc., 1994, p. 154.

⁷⁵ Selon la Commission des opérations de bourse, l'attestation d'équité ne consiste, en effet, «pas purement et simplement à évaluer un bien, mais conduit à prendre position sur l'intérêt des actionnaires de participer ou non à l'opération», Rapport COB, 1993, p. 53.

⁷⁶ On considère ainsi qu'une banque d'affaires qui émet une «fairness opinion» pour le compte d'une entreprise cliente doit révéler dans son avis les relations d'affaires qu'elle entretient ou a entretenues avec la société concernée.

⁷⁷ Ce qui ne serait pas le cas, par exemple, d'une banque d'affaires conseillant par ailleurs une autre personne intéressée au projet.

⁷⁸ Dans la mesure où il n'existe, en principe, aucune relation contractuelle entre l'auteur de la «fairness opinion» et les actionnaires, la responsabilité du premier envers ces derniers serait de nature délictuelle. L'on peut toutefois concevoir, que la banque agisse, dans certains cas, en vertu d'un mandat des actionnaires et soit ainsi tenue envers eux d'une obligation contractuelle. Telles semblent être les solutions dégagées par les tribunaux américains qui connaissent, depuis plusieurs années, d'un contentieux relativement important en la matière. [La première décision fut rendue par la Cour d'appel de New York en 1987 dans l'affaire Wells v. Shearson Lehman/American Express Inc., 127, A.D., 2d 200, 514, N.Y.S., 2d 1 (1st Dep't 1987)] La responsabilité des banques y est normalement recherchée sur le fondement d'un «tort of negligent misrepresentation» (négligence dans l'établissement de l'opinion), mais peut exceptionnellement être engagée sur la base des «agency principles» (règles du mandat). Dans le premier cas, il semble que les tribunaux américains se contentent de relever que la banque fautive pouvait effectivement prévoir que les actionnaires allaient se fier à son opinion pour retenir sa responsabilité à leur égard, approche dite de la prévisibilité effective (Restatement's actually foreseen approach) qui se situe à mi chemin entre l'exigence d'un lien contractuel [Ultramares approach, New Court of Appeals, Ultramares Corp. v. Touche, Niven & Co, 255 N.Y. 170, 174 N.E. 441 (1931)] et l'attitude libérale selon laquelle le possible tort causé à des tiers serait suffisant [Reasonably foreseeable approach, New Jersey Supreme Court, H. Rosenblum v. Ader, 93 N.J. 324, 352-53, 461 A.2d 138, 153 (1983)]. Pour plus de détail Cf. M. W. MARTIN, art. cit.

En prenant la précaution de demander à une banque d'affaires, de réputation incontestée, d'arrêter, ou du moins de vérifier, la parité d'échange proposée pour sa fusion avec La Redoute, Pinault-Printemps cherchait assurément à se protéger contre les contestations prévisibles des minoritaires. Sa défense contre l'action en dommages-intérêts intentée par l'un d'entre eux en témoigne clairement lorsque l'actionnaire majoritaire justifie la nécessaire équité des conditions d'échange en se référant essentiellement à l'appréciation de la banque en question. L'argument était tendancieux dans la mesure où il laissait sous-entendre que la responsabilité de l'expert, auteur de l'attestation d'équité, conduisait automatiquement à exonérer de toute responsabilité son mandataire. Tel n'est évidemment pas le cas. Pas plus que le contrôle effectué par les commissaires à la fusion ou la Commission des opérations de bourse⁷⁹, celui confié à un expert indépendant n'exclut qu'un actionnaire majoritaire ou les dirigeants d'une société aient pu volontairement méconnaître les intérêts des minoritaires. Ils doivent alors en répondre⁸⁰. Tel est le cas, incontestablement, lorsqu'ils auront, à l'occasion d'une fusion, délibérément sous-évalué les titres appartenant aux minoritaires dans l'unique but de pouvoir les racheter à moindre coût. Toute la difficulté consiste à en apporter la preuve.

Soumettre l'action des minoritaires chez l'absorbé, qui se plaignent des conditions inéquitable de la fusion qui leur est dictée par un actionnaire absorbant majoritaire, à la démonstration d'un abus de pouvoir caractérisé de la part de ce dernier peut paraître excessivement sévère à leur égard. Est-il juste, plus généralement, que sous prétexte que sa volonté est quasiment omnipotente et ne peut, de ce fait, être contestée hormis les cas d'abus⁸¹, l'actionnaire majoritaire puisse imposer aux minoritaires un échange de leurs intérêts dans la société absorbée contre une participation à son propre capital? Si l'intérêt social peut éventuellement justifier à un tel bouleversement du pacte social, impliquant la dissolution anticipée de la société, il est moins certain que l'adhésion forcée des minoritaires à la société absorbante soit animée de la moindre «*affectio societatis*».

Afin de leur ménager, dans telles circonstances, la faculté de ne pas devenir actionnaire de cette dernière, certains droits étrangers, tels les droits de la plupart des Etats-Unis d'Amérique, reconnaissent aux minoritaires le droit de faire reprendre leurs titres à une valeur équitable («*appraisal remedy*»)⁸². Ce qui laisse évidemment ouvert le problème de l'appréciation de cette valeur équitable. Bien que la Commission des opérations de bourse n'y semble pas défavorable, la doctrine française se montre plutôt hostile envers cette solution au motif qu'elle ferait prévaloir l'intérêt des associés sur celui de la société et constituerait une atteinte supplémentaire à la liberté contractuelle lorsque les statuts n'ont pas prévu de faculté de retrait⁸³.

Peu convaincants dans le cas examiné d'une fusion imposée aux minoritaires de la société absorbée par l'actionnaire majoritaire absorbant, ces arguments cachent, en réalité, le souci de ne pas renchérir le coût des restructurations d'entreprises. Or tel ne devrait pas être le

⁷⁹ T.com. Paris, réf., 1er déc. 1992, JCP, 93, éd.E, n° 384, note A. VIANDIER.

⁸⁰ La Commission des opérations de bourse précise ainsi que l'attestation d'équité commandée par un conseil d'administration n'est pas susceptible de dégager la responsabilité de celui-ci. Rapport COB, 1993, p. 53.

⁸¹ Cf. Supra - I -.

⁸² A. TUNC, *Droit américain des sociétés anonymes*, Economica, 1985, n° 132. Ouvert à l'actionnaire qui s'oppose au changement, le droit de retrait est donné aux minoritaires dans certains Etats à l'exclusion de tout autre recours judiciaire, dans d'autres comme alternative à une action en responsabilité. Les conditions d'exercice sont plus ou moins sévères: elles supposent tantôt la preuve d'une illégalité ou d'une fraude, tantôt une simple opposition de la part des minoritaires au projet de fusion.

⁸³ O. DOUVRELEUR, Faut-il admettre un droit de retrait au profit des minoritaires, *Rev.jp.com.*, 1991, n° spécial, précité, p. 122

cas, en matière de fusion, si la parité d'échange retenue est réellement équitable. Déterminé en fonction des mêmes critères⁸⁴, le prix du rachat ne devrait pas varier sensiblement selon qu'il donne lieu à une évaluation en argent ou en titres de la société absorbante⁸⁵. Ce qui ne signifie pas cependant que les actionnaires ne trouveraient aucun avantage à bénéficier d'un droit de retrait⁸⁶, spécialement lorsque leurs titres sont cotés. Le contrôle susceptible d'être confié, à cette occasion, au Conseil des Bourses de Valeurs sur l'évaluation des titres, à l'instar de celui existant en cas de retrait obligatoire, leur ménagerait, assurément, une certaine protection contre le risque auquel ils sont actuellement exposés de voir la majorité arrêter librement une parité d'échange qui, sans traduire un abus de pouvoir manifeste, ne s'avère pas moins inéquitable.

André PRÜM

Agrégé des Facultés de Droit
Professeur à l'Université de Nancy II

84 L'article 5-6-1 du Règlement Général du Conseil des Bourses de Valeurs, homologué par l'arrêté du 9 juin 1994, prévoit ainsi qu'en cas de retrait obligatoire l'évaluation des titres doit être effectuée «selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actif, tenant 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»

85 Bien qu'il puisse évidemment être moins avantageux pour la société absorbante de payer en liquide plutôt qu'avec ses propres actions. Il n'existe, en revanche, aucune raison objective de laisser le choix aux minoritaires de retenir le critère d'évaluation qui leur est le plus favorable, comme le suggère R. ROUTIER (op. cit., n° 324 et s.).

86 R. ROUTIER, op. Cit., n° 321 et s., pour lequel l'avantage devrait consister dans le choix laissé aux minoritaires de se faire indemniser sur la base du critère d'évaluation qui leur est le plus favorable. Cf. note précédente.