

L'actionnaire minoritaire, le commissaire, l'avocat et le juge : histoire d'une fusion litigieuse

Stéphane TREBUCQ

Maître de conférences, Université Montesquieu-Bordeaux IV
CRECCI - Centre de Recherche en Contrôle et Comptabilité Internationale
Avenue Léon Duguit, 33608 Pessac – France
Courriel : trebucq@u-bordeaux4.fr

Résumé :

L'histoire d'une fusion-absorption sert à mieux comprendre la nature des conflits d'intérêts et cognitifs entre les gens du chiffre et du droit, notamment lorsqu'il s'agit d'établir des valeurs d'échange par nature discutables. Placés dans une telle situation d'asymétrie d'information, les actionnaires minoritaires tentent alors d'obtenir par voie judiciaire des éclaircissements au sujet du rapport rédigé par les commissaires à la fusion. L'issue de la procédure engagée est alors conditionnée par le degré d'expertise financière du juge.

Mots clés : Commissaire à la fusion, actionnaire minoritaire, fusion-absorption, procès, parité d'échange, équité

Abstract :

The case of a French merger can be used to better understand the nature of conflicts of interest and cognitive conflicts between accountants, shareholders, lawyers and judges. This is especially the case when exchange ratios are unfairly established. When caught in a situation of asymmetrical information, minority shareholders try to obtain more information about the auditors' report through a trial. The financial knowledge possessed by the judge then becomes a necessary condition if shareholders are to be protected.

Key words : Auditor, minority shareholder, merger, trial, exchange ratio, fairness

Introduction

Bien avant que n'éclatent les affaires Enron, Worldcom ou Parmalat, l'intégrité de certains professionnels comptables avait commencé à être contestée, en France, dans le cadre de

plusieurs opérations de fusion absorption. Lors de ces opérations, les actionnaires de la société absorbée sont sollicités afin d'approuver les conditions de la remise de leurs titres en échange d'actions de la société absorbante. Deux conditions semblent alors indispensables afin de prévenir toute opposition ou réticence des actionnaires¹. Il faut, tout d'abord, expliciter les objectifs susceptibles de motiver une telle opération. L'argumentation, plus ou moins exhaustive et objective, doit être en mesure d'emporter l'assentiment des actionnaires². Il faut ensuite faire en sorte que les échanges d'actions soient considérés comme équitables, tout en donnant lieu à une vérification et à une validation de commissaires à la fusion indépendants. Toutefois, en droit français, la société mère, par l'intermédiaire de ses représentants, est autorisée à s'exprimer et à voter au sein de la filiale qu'elle souhaite absorber. Le rapport de force au sein de la filiale est donc, par avance, favorable aux dirigeants, et par là-même aux actionnaires majoritaires, de la société mère. Cela peut naturellement inciter la coalition de ces derniers à imposer une parité d'échange défavorable aux actionnaires minoritaires de la filiale, et ce, afin de limiter, par exemple, l'effet de dilution subi après fusion par les actionnaires majoritaires de la société mère. On assiste alors à l'émergence d'un risque de transfert de richesse s'exerçant au détriment des actionnaires minoritaires de la filiale, impliquant *a priori* de recourir à la complaisance des commissaires à la fusion. Ainsi, l'attestation en équité, délivrée par ces derniers, censée prévenir tout conflit³, peut-elle s'avérer insuffisante dans certains cas. Le cas d'une fusion intervenue au milieu des années 90 entre une société de production et deux de ses filiales, est ici retenu pour

¹ Il semble difficile de déterminer la date de la première fusion d'entreprises dans l'Histoire. Cependant, les premières opérations de fusions et acquisitions ont connu leur premier essor aux Etats-Unis dans les années 1880 en liaison avec le développement des sociétés par actions et du marché boursier. Selon le Professeur d'Histoire économique Hubert Bonin, les rapprochements d'entreprises se développent en France à partir des années 1960, avec, par exemple, des fusions comme Saviem-Chausson (1960), Souchon-Neuvesel/Boussois devenu BSN (1960), Lorraine-Escout, Aciéries du Nord et de l'Est, Longwy et Usinor (1966), Jeumont/Schneider (1965), Dassault/Bréguet (1967), Citroën/Berliet (1967), Saint-Gobain/Pont-à-Mousson (1970), puis BSN/Gervais-Danone (1973) après l'échec retentissant de l'offre publique d'achat de BSN sur Saint-Gobain (1968), l'une des premières tentatives du genre en France.

² En France, le cas de fusion le plus ancien a été étudié par le Professeur Marc Nikitin, et concerne l'entreprise Saint-Gobain. Les premiers pourparlers d'une fusion avec Saint-Quirin sont intervenus en 1829. Les discussions ont été rompues et n'ont sérieusement repris que vers 1856, pour aboutir à une fusion en 1858. Pendant l'été 1829, les dirigeants de Saint-Quirin se sont réunis en session extraordinaire, et les documents d'archives attestent, dès cette époque, de discussions étonnamment modernes parlant de "stratégie", de "bluff", de "rapport de force" et d'"évaluation des entreprises".

³ Selon Schmidt (1999 p. 25) "l'expression conflit d'intérêts vise toute situation dans laquelle un actionnaire ou un dirigeant choisit d'exercer ses droits et pouvoirs en violation de l'intérêt commun soit pour satisfaire un intérêt personnel extérieur à la société, soit pour s'octroyer un avantage au préjudice des autres actionnaires".

son caractère illustratif⁴. L'étude de ce cas⁵ permet d'expliquer et de comprendre les mécanismes à l'origine du conflit qui en a résulté. La présentation officielle de l'opération de fusion est tout d'abord analysée (1.). L'ensemble des soupçons soumis par les actionnaires minoritaires à l'appréciation du juge sont ensuite examinés (2.). Cela conduit enfin à présenter, non seulement, les suites judiciaires de l'affaire, mais aussi, la nature complexe des relations qu'entretiennent entre elles les professions du chiffre et du droit (3.).

1 - La présentation officielle de la fusion-absorption

Les dirigeants de la société absorbante ont, en premier lieu, tenté de légitimer la cohérence de la restructuration annoncée (1.1.), puis recherché, en second lieu, à démontrer le caractère satisfaisant des parités retenues (1.2.).

1.1. La cohérence de la restructuration annoncée

En dépit de l'apparente cohérence de l'argumentation utilisée, une lecture attentive des différents documents publiés à l'occasion du projet permet d'identifier des divergences de présentation en fonction des publics concernés. On constate, par exemple, que le rapport du commissaire à la fusion (1.1.1.) contient une information moins explicite que celle du document E visé par la Commission des Opérations de Bourse (C.O.B.)⁶ (1.1.2.), elle-même plus évasive que celle ayant été diffusée aux actionnaires minoritaires de la filiale (1.1.3.).

1.1.1. La présentation du but de l'opération figurant dans le rapport du commissaire à la fusion

Le rapport du commissaire à la fusion énumère, de manière laconique et sommaire, les raisons de l'opération :

⁴ Au cours de la période 1992-1996, nous avons relevé 79 fusions-absorptions visées par la C.O.B., dont une dizaine ont fait l'objet d'une contestation publique des actionnaires minoritaires en raison d'une sous ou surévaluation des parités d'échange. On peut notamment citer les actions judiciaires intentées par Madame Colette Neuville, représentante de l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires, dans la fusion Pinault-Printemps/La Redoute (1994), ou encore la tentative de rapprochement entre le Crédit Foncier de France et la Société des Immeubles de France (1995).

⁵ On pourra se reporter à Labelle R., Touron P. (2001), Le potentiel de l'étude de cas comme méthodologie de recherche en comptabilité financière, *in* Dumontier P., Teller R. (Coord.), *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, Fnege, p. 117-136.

⁶ Suite à la loi de sécurité financière n°2003-706, ayant entraîné la fusion entre le C.M.F. (Conseil des Marchés Financiers) et la C.O.B., celle-ci est devenue l'A.M.F. (Autorité des Marchés Financiers).

- optimiser la politique commerciale du groupe,
- simplifier la gestion administrative,
- améliorer le contrôle des coûts de production des différentes filières,
- développer un support boursier unique pour l'ensemble du groupe.

1.1.2. La présentation du but de l'opération figurant dans le document E visé par la C.O.B.

En revanche, l'information transmise à partir du document E, visé par la C.O.B., semble plus précise. A la rubrique "motifs et buts de l'opération", il est rappelé que les opérations de fusion-absorption, initiées par la société mère, ont été évoquées pour la première fois, d'une part, lors de l'assemblée générale ordinaire et, d'autre part, lors du conseil d'administration de la société mère.

En ce sens, et sans que cela soit clairement exprimé, cette présentation des faits réfute par avance, d'éventuelles objections pouvant émaner d'actionnaires minoritaires⁷. Le document émanant de la société absorbante justifie l'opération en développant les quatre objectifs fondamentaux à peine évoqués par le commissaire à la fusion :

- optimiser la politique commerciale du groupe en regroupant les forces de vente, afin de réaliser de substantielles économies de coûts, et de faciliter le positionnement distinct, par marque, adapté à la spécificité des différents marchés ;
- simplifier la gestion administrative du groupe, en supprimant les sociétés holdings intermédiaires qui ne disposent pas d'activités industrielles et commerciales propres ;
- améliorer le contrôle des coûts de production, et les comptes d'exploitation des différentes filiales dépendant en partie de produits de cession internes, tandis que le fait de différencier le processus de production en sociétés spécialisées permettra de contrôler plus précisément les coûts induits lors des différentes étapes de la production ;
- développer un support boursier unique pour l'ensemble du groupe, afin de clarifier les structures juridiques du groupe ; développer son image boursière et augmenter sa capitalisation boursière ; assurer une bonne liquidité des titres et faciliter le financement et le développement de l'activité des anciennes filiales.

⁷ Toutefois, il semble difficile de prétendre que l'annonce de longue date d'une telle opération aurait pu laisser présager la nature des termes de l'échange, et qu'une éventuelle prédiction défavorable aux intérêts des actionnaires minoritaires leur laissait tout loisir de céder par avance leurs actions.

Ces motifs et ces buts, ainsi formulés, sous-entendent la réalisation de synergies, sans que pour autant le terme n'apparaisse explicitement. Il semble par ailleurs difficile d'identifier, au travers de cette présentation, lequel des protagonistes est à même de tirer le plus grand avantage de la fusion envisagée. Les motivations explicitées dans le document E visé par la C.O.B. éludent également la situation financière de la société absorbante et des sociétés absorbées.

1.1.3. Une formulation différente des intérêts de la fusion, proposée en assemblée générale extraordinaire, aux actionnaires des filiales

Le rapport du conseil d'administration à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'une des filiales expose toutefois une autre version des justifications économiques et financières de l'opération. En effet, le rapport du conseil d'administration de cette filiale souligne l'influence que l'environnement commercial peut exercer sur la rentabilité de la société⁸. La fusion semble d'autant plus indispensable que la situation financière de la filiale s'avère critique. Celle-ci subit une forte dépendance commerciale à l'égard des réseaux de distribution. La récente baisse du chiffre d'affaires s'explique par une poursuite du mouvement de concentration du secteur, une réduction de la variété de l'offre, et une plus forte pression sur les prix.

Alors que la mention d'effets de synergie ne figure pas dans le document E à la rubrique "motifs et buts de l'opération", on remarque que l'on n'a pas omis de présenter cet argument aux actionnaires de la filiale : "cette opération vous fera profiter pleinement des synergies attendues générées par cette réorganisation" ... "la réorganisation a pour objet d'améliorer la rentabilité globale du groupe".

Au vu de telles discordances, les actionnaires minoritaires étaient fondés à s'interroger sur les véritables motivations de l'opération. Cependant, l'enjeu essentiel étant financier, les actionnaires minoritaires ont focalisé leur attention sur le mode de détermination du rapport d'échange, ce dernier fixant la répartition du capital dans la nouvelle entité fusionnée.

1.2. La justification des parités retenues

⁸ "Alors que la concentration accrue des grands groupes de distribution, clients principaux des sociétés du groupe, conduit à une pression plus forte sur nos marges dans un contexte économique général morose, il apparaît difficile d'envisager la poursuite d'un développement commercial autonome de la société [absorbée]." Rapport du conseil d'administration à l'assemblée générale extraordinaire de filiale.

Un calcul des parités d'échange s'opère normalement après une sélection et une comparaison rigoureuse de différents critères d'évaluation. Cependant, dans le cas de la présente fusion, une divergence d'information quant aux modalités de calcul des parités d'échange présentées, est apparue entre le document E visé par la C.O.B. (1.2.1.), et le rapport du commissaire à la fusion (1.2.2.).

1.2.1. La justification de la parité figurant dans le document E visé par la C.O.B.

Le document E présente la comparaison respective de chacune des sociétés absorbées avec la société absorbante en se fondant sur le calcul des parités à partir de la sélection de cinq critères (actif net réévalué, cash flow net, résultat courant, cours de bourse, dividendes).

1.2.1.1. Le critère des dividendes écarté

Le critère des dividendes a été écarté aux différents motifs que la société mère (et absorbante) n'avait pas procédé à une distribution de dividendes au cours des années récentes en raison de "pertes non récurrentes", et plus généralement, que ses capacités de distribution étaient structurellement limitées afin de répondre aux besoins de financement de frais de recherche et développement. Bien qu'elles fussent présentées dans le document E visé par la C.O.B., les parités calculées à partir des dividendes n'ont pas été retenues dans la détermination du rapport d'échange final.

1.2.1.2. Les autres critères pris en compte

Le tableau récapitulatif des différentes parités, présent dans le document E, est en mesure de justifier la détermination du rapport d'échange final proposé aux actionnaires, à partir des différentes parités calculées en fonction des critères retenus. Le directeur financier du groupe actionnaire majoritaire de la société absorbante, déclare ainsi que les parités les plus favorables ont été retenues en faveur des actionnaires minoritaires. Il en veut pour preuve que les différentes sociétés ont été évaluées, à l'identique, selon les trois critères de la valeur patrimoniale, du résultat courant hors éléments exceptionnels, et du cash flow. Par ailleurs, les parités sont apparues d'autant moins contestables que le dossier a été confié à la diligence d'une "société d'expertise comptable indépendante".

L'affirmation de la pertinence du critère de l'actif net réévalué a été réitérée tant lors de l'assemblée générale des actionnaires que de la rédaction du document E de la C.O.B. Ainsi, peut-on lire : "Le principal critère utilisé pour déterminer la parité d'échange est celui de l'actif

net réévalué qui est apparu le plus pertinent et le plus favorable à vos intérêts. Les critères du résultat par action ou du cash-flow net sont apparus moins significatifs (...).”⁹ Il est aussi rappelé dans le document E, en conclusion de la rubrique “rémunération des apports”, que “l’actif net réévalué est le critère principal qui a été retenu pour établir les parités de la fusion”. La justification apportée est ainsi formulée : “En effet, l’objectif essentiel de l’opération [...] est la réorganisation de l’outil de production des filiales absorbées afin de dégager de plus grandes synergies au sein du groupe”. Ainsi, les critères de rentabilité sont-ils jugés moins pertinents, la rentabilité du groupe étant appelée à s’accroître.

S’agissant du cours de bourse, le document E rapporte le calcul des moyennes sur une période de trois mois, aboutissant à une parité proche de l’unité. Toutefois, cette dernière parité, plus favorable aux actionnaires minoritaires, a été exclue du tableau récapitulatif sans la moindre justification¹⁰.

Dans le document visé par les autorités de marché, on peut lire : “Concernant le critère des cours de bourse des sociétés cotées, le faible nombre de titres échangés quotidiennement et le faible nombre de jours de cotation dans l’année, nécessitent d’établir les parités sur des périodes de référence longues durant lesquelles les fondamentaux des sociétés comparées peuvent avoir évolué. Ce critère de comparaison ne peut donc être essentiel dans la détermination de la parité. On remarque cependant que les parités calculées plus haut sur la base des cours de bourse se rapprochent des parités établies à partir des résultats courants et se situent à des niveaux inférieurs aux parités des actifs nets réévalués”.

De ce fait, l’appréciation de l’équité de l’échange se mesure à l’aune du seul calcul de l’actif net réévalué, lequel est validé par une expertise des différents actifs corporels immobilisés, réalisée par un cabinet spécialisé, antérieurement au lancement de l’opération de fusion. Après la prise en compte des cessions et des acquisitions d’actifs intervenues ultérieurement, la société d’expertise en évaluation a intégré à son calcul les plus-values sur immobilisations incorporelles.

⁹ Rapport du conseil d’administration à l’assemblée générale extraordinaire d’une des filiales.

¹⁰ Ainsi, à l’occasion de cette fusion, les notions de validité et de fiabilité du critère du cours de bourse ont été singulièrement minimisées : “La parité proposée est par ailleurs proche de celle déterminée à partir de la moyenne des cours de bourse des deux sociétés calculée sur les douze derniers mois précédant l’annonce du principe de la fusion, bien que ce critère ne puisse cependant pas être considéré comme déterminant compte tenu de l’étroitesse du marché du titre et des fortes variations de cours induites par le faible nombre d’actions échangées.” Rapport du conseil d’administration à l’assemblée générale extraordinaire d’une des filiales.

Toutefois, les modalités de calcul ne sont pas explicitées. Le document mentionne uniquement l'existence d'une différence de pourcentage appliqué au chiffre d'affaires moyen. D'un côté, un premier taux a été appliqué au chiffre d'affaires de la société absorbante. En revanche, un taux significativement inférieur a été appliqué aux chiffres d'affaires des sociétés absorbées. Cette différence de pourcentage (allant du simple au triple) a conduit à une valorisation plus avantageuse des actifs incorporels de la société absorbante¹¹.

Il est aussi rappelé que ces derniers critères correspondent aux pratiques d'évaluation couramment appliquées aux produits de marque du secteur. En ce sens, les fondements du calcul de l'actif net réévalué apparaissent justifiés et habituels. Le rapport du commissaire à la fusion ne fournit, à ce sujet, aucun supplément d'information.

1.2.2. La justification de la parité présente dans le rapport du commissariat à la fusion

Une partie du rapport du commissaire à la fusion est entièrement dédiée aux méthodes d'évaluation et aux rapports d'échange, et commence comme suit :

“La détermination du rapport d'échange résulte d'une évaluation des sociétés participant à l'opération par application de la méthode dite des rapports comparatifs, sur la base des critères suivants :

- actifs nets réévalués,
- et résultats courants,

le premier critère étant considéré comme prépondérant.”

Les critères des cours de bourse, et des dividendes ne sont nullement cités ou évoqués. Les informations concernant les modalités de calcul des actifs nets réévalués et les résultats courants sont moins précises que leurs homologues du document E visé par la C.O.B. S'agissant du critère des résultats courants, il est fait mention de l'analyse de trois niveaux de rentabilité à savoir le cash-flow brut d'exploitation, le cash-flow net (après éléments financiers et impôt sur les sociétés) et le résultat net courant (après amortissements).

¹¹ Les raisons de cette dissymétrie sont justifiées en s'appuyant sur une série de critères au nombre desquels figurent :
les taux de marge d'exploitation dégagés pour une unité d'œuvre donnée se rapportant aux produits, la rentabilité de chacune des marques mesurée par le résultat net rapporté à la valeur des actifs corporels, la notoriété de la marque, l'importance de l'investissement publicitaire mesuré par le budget annuel, et le chiffre d'affaires.

Au total, l'analyse des différents documents et rapports fait apparaître une grande disparité dans le degré et la qualité de l'information transmise aux actionnaires. De plus, on peut relever qu'un administrateur indépendant d'une des filiales, a bien signifié par son abstention lors du vote ayant eu lieu au cours d'une des réunions du conseil d'administration, sa désapprobation vis-à-vis de la parité prévue. Nul doute que de tels éléments n'ont pas manqué d'éveiller bien des interrogations parmi les actionnaires minoritaires.

2 - Les soupçons émis par les actionnaires minoritaires

Les conditions de l'échange restent soumises en France à l'appréciation exclusive des actionnaires. Les actionnaires minoritaires, pour ce qui les concerne, ne sont nullement entravés dans leur contestation par le contrôle de la C.O.B., celle-ci garantissant davantage la cohérence de la forme du document de fusion que celle du fond proprement dit¹². Aussi, en dépit d'efforts de justification très appuyés de la part des dirigeants de la société absorbante, certains actionnaires minoritaires des filiales ont émis de sérieuses réserves quant aux véritables motivations animant les auteurs de cette opération de restructuration (2.1.). Aussi, les minoritaires n'ont-ils pas hésité à mettre en doute le bon usage des méthodes d'évaluation (2.2.).

2.1. Les réserves émises par les actionnaires minoritaires à propos des motivations réelles de l'opération

Les actionnaires minoritaires ont successivement mis en évidence l'incohérence de l'argumentation fondée sur les synergies (2.1.1.), la tactique visant à éviter la réalisation d'une offre publique de retrait (2.1.2.), la promesse peu crédible d'une amélioration de la liquidité du titre (2.1.3.) et l'abus de majorité de la société absorbante (2.1.4.).

2.1.1. L'argumentation fondée sur les synergies

¹² Dans un courrier s'adressant à l'un des actionnaires minoritaires d'une des filiales, le chef du service juridique de la C.O.B. répond : "la protection des actionnaires est une des fonctions du droit des sociétés. Investies de larges pouvoirs de réglementation du marché, les autorités boursières, dans la limite de leurs attributions, ont cherché à combler les lacunes de ce droit en renforçant les règles de publicité et d'égalité qui doivent être suivies par les sociétés. Cependant, ce mouvement de protection trouve naturellement ses limites dans les normes définies par la loi, en particulier celles qui touchent à l'organisation des pouvoirs au sein des sociétés. Ce n'est pas parce qu'elle est investie de pouvoirs étendus depuis 1989 (pouvoirs de sanctions administratives dans des domaines précis) que la Commission des opérations de bourse a, en toutes circonstances, la possibilité de peser sur les décisions sociales prises ou d'interpréter la loi dans le seul but d'agir en contrepois de la majorité."

Les actionnaires minoritaires ont fait valoir l'incohérence de l'argumentation fondée sur les synergies. Le traité de fusion indiquant que l'objectif essentiel de l'opération était "la réorganisation de l'outil de production des filiales absorbées afin de dégager de plus grandes synergies au sein du groupe", l'argumentaire est apparu d'autant plus contestable que "les filiales n'ont aucun outil de production".

Toutefois, quand bien même des effets de synergie pouvaient-ils être envisagés par la société absorbante, celle-ci se devait de préciser aux actionnaires le montant espéré des économies et des gains, tout en précisant la contribution relative de chacune des entités (Modèle de Larson et Gonedes 1969, repris par Pirolli 1981 et Pène 1993). Or, l'information financière concernant la valorisation des effets de synergie n'a pas été communiquée aux actionnaires. Partant, le doute s'est installé quant à la concrétisation de ces effets de synergie. En outre, les conditions de la fusion ont posé problème. En effet, toutes les données financières n'ont pas été transmises aux actionnaires, les empêchant, de facto, de former leur jugement en toute connaissance de cause.

La lecture des données disponibles dans le document E visé par la C.O.B., en termes de chiffre d'affaires et de résultat net, permet de révéler la situation financière critique de la société absorbante par comparaison avec celle des sociétés absorbées. L'opération de fusion apparaît, en conséquence, beaucoup plus bénéfique pour la société absorbante que pour les sociétés absorbées.

2.1.2. L'absence d'offre publique de retrait

Les actionnaires minoritaires ont estimé que le principal objet de la fusion était "*d'éviter au groupe [actionnaire majoritaire de la société absorbante] de procéder à une offre publique de retrait (OPR) sur la société [mère]*". Rappelons qu'à ce moment là, le groupe financier, actionnaire majoritaire, détient près de 95% de la société mère par l'intermédiaire de différentes filiales. L'un des avantages implicites de l'opération de fusion consiste effectivement à faire descendre une participation de concert, en deçà du seuil de 95%. Ainsi, le risque inhérent à une demande d'offre publique de retrait soumis aux conditions d'agrément du C.B.V. (Conseil des Bourses de valeurs, devenu ensuite C.M.F. - Conseil des Marchés Financiers, puis A.M.F., voir note n°6) serait habilement écarté. De fait, si l'on se réfère à l'article 5-5-2 du C.B.V., un actionnaire minoritaire est parfaitement habilité à solliciter un projet d'O.P.R. notamment lorsqu'un "*groupe de personnes physiques ou morales, agissant de concert, sont actionnaires*

d'une société dont les titres sont inscrits à la cote officielle, ou à la cote du second marché, et dont ils détiennent au moins 95% des droits de vote"¹³. On peut penser qu'en la circonstance l'O.P.R. n'entraîne pas dans les projets du groupe détenteur de la société mère, ou bien encore que les conditions d'évaluation requises dans l'O.P.R. auraient pu s'avérer plus désavantageuses pour l'actionnaire majoritaire que celles qui se pratiquent lors d'une fusion-absorption¹⁴.

2.1.3. L'argument de l'amélioration de la liquidité

Une résolution de l'assemblée générale extraordinaire proposée par les actionnaires minoritaires d'une des filiales est formulée comme suit :

“L'assemblée générale constate que les [actionnaires majoritaires] se moquent de la C.O.B. lorsqu'ils écrivent que la liquidité des actions devrait être améliorée [...] :

- Les [...] actions [de la société mère] qui restent en circulation représentent 4% du capital alors que le volant [de la filiale] [...] représente 21% du capital.”

2.1.4. L'abus de majorité¹⁵

Les actionnaires minoritaires de la filiale ont, de surcroît, considéré que la fusion-absorption envisagée s'exerçait au seul avantage du groupe actionnaire majoritaire, celui-ci étant en position de force et en mesure d'imposer ses conditions par la seule majorité de ses droits de vote. Toutefois, cet argument n'a pas été considéré comme un axe central de défense par l'avocat des actionnaires minoritaires.

2.2. L'oubli de la valorisation des effets de synergie annoncés et un usage discutable des méthodes d'évaluation

La détermination des parités d'échange a été plus directement remise en question. Hormis l'absence flagrante de valorisation des effets de synergie annoncés (2.2.1.), les minoritaires ont dénoncé le choix et l'usage des critères d'évaluation (2.2.2.). L'ensemble de ces doléances,

¹³ Art. 5-5-2 du règlement du C.B.V.

¹⁴ Les conditions consenties à l'occasion des O.P.R. peuvent être plus favorables aux actionnaires minoritaires. Cependant, la nomination d'un expert indépendant, lors des O.P.R., n'empêche pas la faible indemnisation des actionnaires minoritaires (Thauvron 2000).

¹⁵ L'abus de majorité, tel que défini par la Cour de cassation [Cass. Com. 30 mai 1980, Rev. Soc. 1981, 311 note Schmidt] se caractérise par la décision d'un organe social prise prise « dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de la minorité » (Viandier 1991).

jugées incontournables par les minoritaires, les a conduits à exiger une révision de la parité d'échange (2.2.3.).

2.2.1. L'absence de valorisation des effets de synergie annoncés

Les effets de synergie escomptés, qui furent annoncés aux actionnaires lors de l'assemblée générale extraordinaire, n'ont donné lieu à aucune valorisation. Le terme de synergie a d'ailleurs disparu subrepticement à la rubrique "motifs et buts de l'opération" dans le document d'information financière visé par la C.O.B.

Il est vrai que l'absence de valorisation des effets de synergie ne pouvait pas être évoquée par les actionnaires minoritaires, du fait même qu'ils en contestaient l'existence. Cependant, une autre logique de défense aurait pu entraîner le recours à l'utilisation d'une méthode d'actualisation des cash-flows prévisionnels avec une répartition des effets de synergie selon la part contributive de chaque société, conformément au modèle théorique de Larson et Gonedes (1969). L'application d'une telle méthode aurait certes exigé un effort supplémentaire. Or, au lieu de cela, le document E stipule précisément que "les prévisions [...] effectuées pour l'ensemble du groupe tiennent compte de l'impact de la fusion proposée et de la nouvelle organisation commerciale envisagée. Elles ne peuvent donc pas être réalisées pour chacune des sociétés filiales absorbées. En conséquence, ces éléments prévisionnels n'ont pas été utilisés pour établir les parités de fusion".

2.2.2. Critiques du choix et de l'usage des critères d'évaluation

2.2.2.1. Le choix de la période boursière

Les actionnaires minoritaires des filiales ont, en revanche, critiqué le choix des périodes de comparaison concernant les valeurs boursières. En effet, pour les dites périodes, une date butoir a été fixée d'une manière discutable, une partie des cotations précédant l'annonce publique des modalités de la fusion ayant été exclues. De plus, la période de l'O.P.A. simplifiée sur les titres de la société mère a été intégrée dans chacune des deux périodes de comparaison retenues. Dans ces conditions, le calcul des parités moyennes boursières conduisait à favoriser l'évaluation de la société mère.

Il est inscrit dans le document E que "les cours de la [société mère] observée pendant la période de la garantie de cours déposée par la société [acheteuse] [...] ont été conservés : le prix de l'offre publique proposé [...] était en effet proche du dernier cours coté avant l'annonce de l'opération". Ce commentaire s'avère singulièrement anachronique lorsque l'on sait que le titre

de la société mère était nettement inférieur au moment de l'annonce de l'opération de fusion, et affichait une décote de 25%. De fait, le choix de la période de comparaison a permis de tirer la moyenne des parités boursières vers le bas et de justifier plus facilement une parité finale de 1. A ce motif, certains actionnaires minoritaires ont réclamé une parité plus avantageuse, ce traduisant par une prime supplémentaire de 26%.

2.2.2.2. Le calcul de l'actif net réévalué

Pour ce qui concerne l'actif net réévalué, les actionnaires minoritaires ont mis en exergue "l'erreur manifeste dans la définition et l'utilisation" du critère. De fait, on peut clairement remarquer que les réévaluations opérées à propos de l'actif net comptable retraité entraînent une baisse de la parité, défavorable aux actionnaires minoritaires. Ces derniers se sont aussi heurtés à une fin de non recevoir lorsqu'ils ont demandé des précisions, d'une part au sujet des calculs de réévaluation des actifs incorporels effectués par le cabinet d'expertise sollicité, et d'autre part concernant les évaluations du cabinet spécialisé pour les actifs corporels.

Les actionnaires minoritaires, regrettant un tel déficit d'information, n'ont pu *de facto* se prononcer sur l'évaluation des actifs corporels. En revanche, les actionnaires ont pu critiquer dans un autre document de travail l'utilisation de la plupart des critères justifiant les écarts de pourcentages appliqués au chiffre d'affaires pour les éléments incorporels¹⁶. Le jeu des différences entre les pourcentages appliqués aux chiffres d'affaires conduit à réduire les parités d'échange, au détriment des actionnaires minoritaires.

2.2.2.3. Le rejet du critère des dividendes

S'agissant de l'une des filiales, les actionnaires minoritaires ont estimé que le critère des dividendes, "seul critère significatif dans le cas d'espèce" selon eux, avait été injustement écarté, compte tenu du potentiel de distribution annoncé pour les cinq années à venir. Les actionnaires

¹⁶ Au sujet du taux de marge d'exploitation dégagé par unité d'œuvre des produits, les minoritaires s'étonnent de l'existence d'un tel critère sachant que la société mère prend en charge la production dans sa totalité et qu'elle facture ensuite ces produits à ses filiales. Les minoritaires notent qu'il est aisé de faire varier le prix de revient des objets vendus en série et en masse par la société mère à l'une de ses filiales afin de transférer de façon occulte des bénéfices d'une société à l'autre. Malgré cela, en ce qui concerne la rentabilité, les minoritaires font observer que la société mère est déficitaire alors que les filiales sont bénéficiaires.

S'agissant de la notoriété de la marque, aucune information n'est produite. Selon des données du panel Secodip, les parts de marché respectives de la société mère et de l'une des filiales sont proches de 50% et 10%. Cependant, selon ces données, le chiffre d'affaires de l'année précédant la fusion de la société mère ressort à k F contre 0,9k F pour l'une des filiales.

Enfin, le critère du budget annuel publicitaire semble avoir été choisi pour favoriser la société mère, celle-ci ayant engagé avant l'opération fusion d'importantes dépenses promotionnelles.

minoritaires ont notamment dénoncé la présentation d'une situation prévisionnelle bénéficiaire de la société mère. Ils relèvent également les perspectives désormais conditionnelles et hypothétiques de la politique de distribution de dividendes. A l'appui de ces craintes, on retiendra le passage relevé dans le document E visé par la C.O.B. selon lequel la société absorbante "a cependant l'intention de poursuivre une politique de distribution de dividendes dès que les résultats obtenus grâce aux restructurations en cours le permettront".

2.2.2.4. Les critères de rentabilité en question

Le rapport du commissariat à la fusion fait apparaître l'analyse de trois niveaux de rentabilité (cash-flow brut d'exploitation, cash-flow net après éléments financiers et impôt sur les sociétés, et résultat net courant après amortissements). Outre le fait qu'il est bien précisé dans le règlement de la C.O.B. de ne pas utiliser des critères dont le contenu est redondant¹⁷, on relèvera dans la version du document E présenté aux actionnaires que "l'établissement des parités à partir des résultats courants et des cash flows comparés des sociétés est rendu difficile par la conjugaison de tendances de fonds et d'éléments exceptionnels". Cette remarque signifie implicitement que les critères fondés sur la rentabilité n'ont pas été jugés pertinents.

Les actionnaires minoritaires ont également souligné dans une résolution portée au compte-rendu de l'assemblée générale extraordinaire, que "la baisse continue du résultat courant [de la filiale] est due, depuis trois ans et demi, à une surfacturation de 10% [que la société mère facture à ses filiales]". Ils relèvent, à cet égard, que la baisse constatée de la marge brute n'a pas été proportionnelle à la baisse du chiffre d'affaires. A l'appui de leur démonstration, les actionnaires ajoutent : "Pour masquer cette surfacturation et donc cet abus de biens sociaux, les dirigeants avec la complicité des commissaires aux comptes et celle de la C.O.B. ont violé les dispositions de l'article 92 du décret du 23 mars 1967 en refusant de préciser le prix de facturation des [produits] objet d'une convention réglementée de l'article 101 de la loi du 24 juillet 1966. Pour preuve de ces dires, il est écrit dans le traité de fusion [...] que les comptes d'exploitation des différentes filiales résultent actuellement en partie de produits de cessions internes".

Dans une résolution suivante, les actionnaires minoritaires critiquent la régularité de certains chiffres, notamment le bénéfice, établi selon eux, à partir d'un faux bilan, et accusent de

¹⁷ La 14ème chambre de la cour d'appel de Paris dans l'affaire OGF-CGSM (1993) a relevé que la marge d'autofinancement mais aussi le bénéfice courant ont été utilisés pour l'évaluation de la parité d'échange et qu'en conséquence la capacité bénéficiaire de l'entreprise a été "doublement prise en compte".

“complicité”(sic) les commissaires aux comptes¹⁸ ayant “passé à titre exceptionnel [près de 200 millions de francs] de dotations aux provisions financières que la loi comptable range dans le revenu courant”. Un traitement approprié aurait ainsi rendu le résultat courant déficitaire. De plus, cette dotation aux provisions mise à part, le bénéfice courant publié en N-2 aurait dû être quatre fois inférieur, compte tenu d’une reprise de provision sur titres dépréciés. Cette reprise aurait dû être considérée à titre exceptionnel, en conformité avec les règles fixées antérieurement et définies dans les annexes aux documents comptables produits lors de l’assemblée générale ordinaire de la société mère. Les actionnaires minoritaires ont, de ce fait, évoqué le manquement des commissaires aux comptes, qui se sont abstenus de mentionner les changements intervenus dans la présentation des comptes¹⁹, alors qu’ils y sont formellement obligés.

Les actionnaires minoritaires ont également constaté que les actionnaires majoritaires se sont livrés à une rétention sélective d’informations concernant les bénéfices. En effet, ces derniers n’ont retenu que les résultats courants, intégrant un résultat prévisionnel équilibré à propos d’une filiale étrangère. De l’avis des minoritaires, “faire disparaître les déficits courants (qui n’ont pas un caractère exceptionnel) de la principale filiale qui réalise la moitié du chiffre d’affaires du groupe relève de l’arbitraire le plus complet”.

L’examen des retraitements effectués a également révélé que “les amortissements déduits ont été recalculés sur un mode linéaire alors que les rapports des conseils d’administration indiquent que le mode dégressif est plus représentatif de la dépréciation économique”.

2.2.2.5. La modification des pratiques d’évaluation fondées sur le multiple du chiffre d’affaires

Les actionnaires minoritaires d’une autre filiale ont, pour leur part, vivement regretté que la valorisation de leurs titres se soit opérée sur la base de trois mois de chiffre d’affaires seulement alors que le titre de la société mère avait été acquis lors d’une autre opération d’acquisition, en tenant compte d’un chiffre d’affaires de douze mois.

S’agissant du chiffre d’affaires le plus récent rapporté à une action, la valeur ressort à x francs pour la principale filiale contre $1,3x$ francs pour la société mère. Malheureusement, au grand dam des actionnaires minoritaires concernés, ce critère n’a pas été retenu lors de la détermination des parités d’échange.

¹⁸ Un rapport d’expertise en écriture a permis de mettre en évidence une falsification des signatures des commissaires aux comptes à l’occasion des rapports concernant l’exercice N-2.

¹⁹ Le principe de permanence des méthodes n’a pas été, dans ce cas, respecté.

Les actionnaires d'une autre filiale ont, pour leur part, contesté la désinformation du conseil d'administration faisant état d'une tendance au recul du chiffre d'affaires observé lors de la dernière année. Ils ont fait observer que le chiffre d'affaires de leur filiale, publié au B.A.L.O. (Bulletin des Annonces Légales Obligatoires) pour les trois premiers trimestres de l'année de la fusion, affichait une hausse considérable, avec une progression de 40%.

2.2.3. Les doutes émis quant à l'indépendance du commissaire à la fusion

L'examen attentif des intervenants du dossier a permis aux actionnaires minoritaires de soulever le problème de la désignation du commissaire à la fusion (2.2.3.1.), de son éventuelle incompatibilité (2.2.3.2.), et des insuffisances de son rapport (2.2.3.3.).

2.2.3.1. Le problème soulevé par la désignation du commissaire à la fusion

Dans la présente fusion, un doute est apparu quant à l'identité et à l'indépendance²⁰ du commissaire à la fusion. A la lecture du document E, on remarque la mention de trois commissaires aux comptes répondant au même patronyme²¹, laissant supposer leur appartenance à une même famille²². En outre, une incertitude apparaît à propos de l'orthographe utilisée pour désigner le nom du commissaire à la fusion. Il est également apparu que le commissaire à la fusion a été nommé par le Président du Tribunal de Commerce sur demande écrite du Président de l'une des filiales.

Or, le procès verbal de l'assemblée générale extraordinaire relate le démenti formel opposé par le commissaire à la fusion lorsque celui-ci fut sommé de s'expliquer quant à la question de savoir s'il ne serait pas membre associé d'une société dont le commissaire aux comptes serait par ailleurs administrateur.

Cette situation, on ne peut plus ambiguë, a donc été de nature à jeter le doute quant à l'objectivité et à l'intégrité du commissaire à la fusion suspecté de s'être livré à une expertise de complaisance. Les liens unissant les commissaires aux comptes et les commissaires à la fusion, et ceux qui les rattachent aux dirigeants, sont de nature à jeter le discrédit sur l'indépendance de l'expertise. Ils constituent un motif suffisant de suspicion quant à l'impartialité du jugement du

²⁰ Un courant de recherches est pleinement consacré à cette notion, et montre que le niveau de développement moral influence l'indépendance de jugement de l'auditeur (Sweeney et Roberts 1997). Toutefois, le niveau d'indépendance de l'auditeur est également intimement lié à la nature des dispositifs de gouvernance en vigueur (Zeff 1998).

²¹ Les noms des commissaires aux comptes et du commissaire à la fusion concernés sont rendus anonymes, la procédure judiciaire étant toujours en cours.

commissaire à la fusion, lequel est censé prendre en considération, d'une manière équitable, les intérêts des actionnaires minoritaires.

2.2.3.2. Le problème de la mise en évidence de l'incompatibilité

Comme l'a précisé Degos (1995 p. 53), à la demande de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC), et du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables, "les conditions d'acceptation de la mission de commissaire à la fusion sont très semblables à celles de la mission de commissaire aux apports et de commissaires aux comptes"²³. Ils doivent notamment "être et paraître indépendants" et "respecter les règles d'indépendance" et ils sont "soumis aux incompatibilités de l'article 220" de la loi du 24 juillet 1966 modifiée par la loi du 1er mars 1984.

La liste des incompatibilités énoncées à l'article 220 ne mentionne pas explicitement la situation dans laquelle s'est retrouvé le commissaire à la fusion de la filiale vis-à-vis du commissaire aux comptes. Cependant, son éventuelle situation de dépendance, rendant sa position incompatible avec sa mission de commissaire à la fusion, reste à l'appréciation du juge²⁴.

La Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes propose à propos de l'indépendance la norme 11 formulée comme suit : "La loi, les règlements et la déontologie, font une obligation au commissaire aux comptes d'être et de paraître indépendant. Il doit non seulement conserver une attitude d'esprit indépendante lui permettant d'effectuer sa mission avec intégrité et objectivité, mais aussi être libre de tout lien réel qui pourrait être interprété comme constituant une entrave à cette intégrité et objectivité"²⁵.

²² On note plusieurs informations manquantes au sujet des adresses des commissaires aux comptes publiées dans le document E, que la consultation de l'annuaire CNCC de 1993 a permis de compléter.

²³ "Afin de préserver l'indépendance des commissaires aux apports, la loi soumet ces derniers aux mêmes incompatibilités que les commissaires aux comptes (art. L 80 al. 1)", 7198, *Mémento Pratique Francis Lefebvre, Droit des affaires 2000* (1999).

²⁴ L'ambiguïté de la réglementation concernant les liens entre commissaire aux comptes et commissaire à la fusion nous a été confirmé par le magistrat traitant cette affaire. Cependant, la commission d'éthique de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes a statué sur une apparence de dépendance en la circonstance. En revanche, la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes a conclu, selon une autre présentation des faits, à une absence d'incompatibilité, au motif d'une démission du commissaire aux comptes de son poste d'administrateur, cette démission ayant été entérinée par l'AGO. Cependant, dans le bulletin N°115 daté de septembre 1999, il est précisé que "le commissaire à la fusion se trouve en situation d'incompatibilité dans la mesure où il est administrateur de la société de commissaires aux comptes (art. 377 et 220-4° conjugués de la loi du 24 juillet 1966)".

²⁵ Recueil Normes - Commentaires - Déontologie, Editions CNCC, mise à jour n°17, Décembre 1998. Voir aussi la Note N°16, *Commissariat aux Apports et Commissariat à la Fusion*, "Indépendance et incompatibilités", Editions CNCC, établie en décembre 1989, soit une date antérieure à la fusion.

Le code de déontologie des commissaires aux comptes, adopté le 9 septembre 1998 par le conseil national, a précisé les situations présumées de dépendance dans son article 8²⁶ :

“Certaines situations doivent être considérées comme constituant des présomptions de dépendance. Il en est ainsi :

- de la tenue, de l'élaboration des comptes de l'entité contrôlée (...)
- de toute prestation de nature à mettre le commissaire aux comptes dans la position d'avoir à se prononcer sur les documents, évaluations ou prises de positions qu'il aurait contribué à élaborer.”

Or, dans le cas que nous abordons, le commissaire à la fusion n'a pas contribué à l'élaboration des comptes ou des évaluations de la filiale.

L'article 10 du code de déontologie précise que “les situations de liens familiaux, personnels et financiers entre le commissaire aux comptes et l'entité contrôlée peuvent être de nature à faire naître des doutes dans l'esprit des tiers quant à son objectivité et son impartialité. Ainsi, un commissaire aux comptes agissant personnellement ou au nom d'une personne morale ne devrait pas intervenir dans une entité dans laquelle un proche parent ou une relation personnelle créant un lien de dépendance occupe un poste de direction ou détient un intérêt financier significatif ”.

Ce dernier article permet de considérer que les liens entre le commissaire aux comptes et le commissaire à la fusion ont pu faire naître des doutes quant à l'objectivité et à l'impartialité de la vérification effectuée lors de la fusion. Les liens entre le commissaire à la fusion et le commissaire aux comptes, par ailleurs administrateur de la société dirigée par le commissaire à la fusion, n'ont pas manqué de susciter des doutes auprès des actionnaires minoritaires. *In fine*, la question restant à élucider par le juge consiste à savoir si la position des commissaires relève en apparence et en réalité d'un lien de dépendance matérielle ou intellectuelle.

2.2.3.3. Le problème des insuffisances du rapport du commissaire à la fusion

On peut rappeler que les méthodes fondées sur les critères des cours de bourse, et les dividendes sont purement et simplement omises dans le rapport du commissaire à la fusion. Par ailleurs, aucune critique ou limite n'est formulée quant à la pertinence des méthodes retenues. Le rapport précise, cependant, que les diligences ont bien été effectuées selon les normes communément admises afin d'assurer la pertinence des valeurs et la vérification de l'équité de l'échange.

²⁶ Le champ d'application de l'article 8 concernant les présomptions de dépendance s'étend aux évaluations en tant que prestation distincte de la vérification des comptes, et à la participation à des montages ou à des négociations en matière de fusion ou acquisition.

2.2.4. Les griefs des actionnaires minoritaires retenus par leur avocat

Plusieurs critiques des actionnaires minoritaires formulées à l'encontre du travail du commissaire à la fusion, ont été retenues par leur avocat d'affaires. Selon ce dernier, le commissaire à la fusion aurait dû dans ses rapports :

- porter une appréciation critique à propos des critères retenus pour comparer les sociétés;
- indiquer les raisons pour lesquelles les critères les plus favorables (actif net, cours de bourse, dividendes) aux actionnaires minoritaires de la société absorbée n'ont pas été examinés;
- calculer la parité à laquelle on serait parvenu si l'emploi de ces mêmes critères avait été retenu;
- contrôler la rémunération des apports, c'est-à-dire la valeur de l'action remise en échange ;
- rechercher si les valeurs déterminées par les experts nommés par les dirigeants ne sont pas trop favorables à la société absorbante ;
- indiquer si le choix des critères retenus correspond à la nature économique de l'opération et à l'usage que la société absorbante entend faire des biens apportés et des actions d'apport créées;
- se préoccuper du cas des actionnaires qui n'ont pris aucune part aux décisions de gestion et ont néanmoins subi les inconvénients de l'opération de fusion;
- vérifier la pertinence et la justesse des expertises proposées par les dirigeants sociaux à l'appui de leurs évaluations, sachant que la loi permet au commissaire à la fusion de se faire assister d'un ou de plusieurs experts pour l'accomplissement de sa mission.

A cela, l'avocat ajoute le constat du défaut d'un ensemble cohérent de contrôles rigoureux de la part du commissaire à la fusion, et le rejet de toute conduite prudente, diligente et active. *“Il n'a pas en définitive sérieusement accompli sa mission et semble avoir trop fait confiance aux dirigeants sociaux. Il a commis un manquement grave constitutif d'une faute. Il a donc manqué à sa mission légale en contrevenant aux dispositions de l'article 377 de la loi du 24 juillet 1966, aux recommandations de la commission de bourse, aux normes professionnelles de la compagnie nationale des commissaires aux comptes. Il doit donc être rendu responsable de la mauvaise exécution de la mission car il a signé un rapport tout préparé. A supposer qu'il ait procédé à des investigations, elles n'ont pas été aussi longues et approfondies que l'importance des intérêts en jeu et la complexité des opérations l'exigeaient. Il a justifié complaisamment les parités retenues par le conseil d'administration ”.*

3 - Les suites judiciaires de la fusion-absorption litigieuse

On retiendra parmi les multiples péripéties de cette fusion plusieurs faits marquants. Alors que les minoritaires, dans l'espoir d'une sortie honorable, ont tenté de contrecarrer la stratégie du groupe actionnaire majoritaire, en appelant de leurs vœux la réalisation d'une O.P.R.²⁷, le C.B.V. n'a pas accédé à leur requête. La défense des actionnaires minoritaires a alors oscillé, conformément au modèle de Hay (1995)²⁸, entre deux alternatives : soit développer une stratégie directe de contestation de la parité pouvant déboucher sur un accord à l'amiable, soit recourir à une stratégie indirecte de dénonciation de l'incompatibilité du commissaire à la fusion débouchant au civil sur une requête d'indemnisation pour dommages et intérêts. L'accord à l'amiable ayant échoué²⁹, la seconde alternative a été privilégiée et s'est traduite par une poursuite de l'affaire au pénal (3.1.). Mais cela n'exonère en rien le lourd contentieux des épineux problèmes d'évaluation soulevés par l'opération de fusion, initiée par les actionnaires majoritaires et les dirigeants de la société absorbante (3.2.).

3.1. Le refus du C.B.V. et les prolongements judiciaires de l'affaire

Le C.B.V. a repoussé la demande tardive d'O.P.R. des actionnaires minoritaires considérant que *“la liquidité du marché des actions [de la société mère] permettait à ces minoritaires de négocier leurs titres dans des conditions normales de délais et de cours ”* et que *“les prochaines opérations de fusion conduiraient à augmenter significativement la part du capital de la société diffusée dans le public et que les sociétés [concernées] avaient affirmé leur intention de développer la vie boursière de ce titre ”*. D'autre part, *“aucun élément ne permettait de confirmer*

²⁷ Le Rapport C.O.B., daté de juillet 1992, indique d'ailleurs p. 51-52 que “les recommandations en matière d'information ne sont pas suffisantes pour protéger le minoritaire à l'égard d'un abus de majorité”. Et d'ajouter : “Une amélioration de la protection des minoritaires demanderait peut-être l'introduction, en droit français, des mécanismes de sortie permettant aux minoritaires de céder leurs titres à un prix équitable, lorsqu'une restructuration de la société est décidée par les actionnaires majoritaires, comme cela existe aux Etats-Unis. Notamment, le droit au retrait des minoritaires (“appraisal right”) peut être utilisé dans les opérations de fusion. On pourrait également concevoir l'intervention d'un expert indépendant (banque d'affaires) à l'exemple des pratiques britanniques ou américaines, susceptible d'exprimer un avis sur la parité proposée”.

²⁸ Hay (1995) a développé un modèle fondé sur la théorie des jeux, expliquant le recours à un procès dans le cas où une proposition d'accord serait immédiatement rejetée, et après qu'une procédure judiciaire soit entamée.

²⁹ Il semble que l'avocat d'affaires défendant la société mère a conseillé à son client de ne pas transiger, dans la mesure où il pensait gagner le procès portant sur le principe de la méthode multicritère, tout en ignorant le motif possible d'incompatibilité du commissaire à la fusion.

que les actionnaires actuels de [la filiale] ne percevraient aucun dividendes pendant plusieurs exercices en raison de leur nouvelle qualité d'actionnaires de [la nouvelle entité fusionnée] ”.

L'affaire concernant la faute du commissaire à la fusion traitée en cours d'instruction au pénal s'est heurtée à une difficulté majeure. En effet, la situation d'incompatibilité du commissaire à la fusion s'avère d'une appréciation délicate pour le juge. Certes, celle-ci pourrait être à l'origine d'un défaut de contrôle provoquant un préjudice financier significatif aux dépens des actionnaires minoritaires. Mais, “conformément aux règles de droit commun de la responsabilité délictuelle, la responsabilité des commissaires à la fusion ne peut être engagée que si une faute peut être prouvée à leur encontre et si cette faute a été génératrice d'un préjudice pour celui qui l'invoque”³⁰.

3.2. Les problèmes d'évaluation soulevés par l'opération

Les problèmes d'évaluation qui ont été soulevés à l'occasion de cette opération de fusion sont également nombreux³¹. L'actif net réévalué est apparu comme l'un des critères les plus discutables, tout en donnant lieu à des retraitements opaques, difficiles à contester. Face à la rétention des informations, et à l'inaccessibilité aux documents détaillant les réévaluations, les minoritaires s'en sont tenus à la mise en évidence des incohérences flagrantes émaillant l'explicitation de la méthodologie suivie.

La pertinence du critère du cours boursier a été fortement remise en question, mais pour des raisons différentes, selon qu'il s'agisse des initiateurs de la fusion ou des minoritaires des filiales. En effet, le cours de bourse de la société mère n'a pas été jugé pertinent dans le document E suite au manque de liquidité du titre et à l'étroitesse du marché (“faible nombre de titres échangés”, “faible nombre de jours de cotation dans l'année”), mais aussi à la nécessité de prendre en compte une période de comparaison longue pendant laquelle les fondamentaux des sociétés peuvent évoluer. Les minoritaires ont précisément contesté les périodes de comparaison choisies dans le document E. Ils ont également rappelé la spéculation intervenue dans le cadre d'une OPA, en valorisant artificiellement le titre de la société mère. Ces différents arguments

³⁰ Paragraphe 26584, *Mémento Pratique Francis Lefebvre, Droit des affaires 2000* (1999).

confirment la remise en question de l'efficacité du marché en présence d'actions souffrant d'une faible liquidité.

Le cas met également en évidence les problèmes que soulève l'usage du critère du dividende, au profit des actionnaires minoritaires des filiales, lorsque celles-ci sont censées contribuer au financement de la société mère. Il est à noter que le calcul contradictoire, proposé par les actionnaires minoritaires, qui consiste à retenir la moyenne des flux de dividendes sur les trois dernières années, est probablement sujet à caution. Si l'on considère que la société mère ne distribue aucun dividende, la validité d'une comparaison, qui serait fondée sur un tel critère, est nulle et non avenue. Mais cela n'exonère pas pour autant la prise en considération de la situation habituelle des actionnaires minoritaires, pour lesquels il est d'usage de percevoir des dividendes significatifs. En définitive, cette situation pose le problème du principe même de la méthode multicritère typiquement française, consistant à utiliser un même outil de mesure (critère) pour évaluer des entreprises aussi différentes qu'une société mère et ses filiales. Cette remarque vaut également pour les cours de bourse d'une filiale susceptibles de subir une forte décote du fait du contrôle majoritaire de la société mère (Bebchuk et Kahan 2000). La même problématique est également présente en ce qui concerne le critère des bénéfices.

S'agissant des critères de rentabilité, force est de constater que certains choix comptables, opérés au bénéfice de la société absorbante, se livrant à une surfacturation auprès de ses filiales, tendent à accroître artificiellement son résultat courant tout en diminuant celui de ses filiales. Les bénéfices peuvent ainsi faire l'objet d'une "gestion de résultat" susceptible de modifier considérablement la perception du niveau de rentabilité des entreprises.

Il importe de souligner que les promesses relatives à une pérennité de la politique de distribution de dividendes, à une meilleure animation boursière et à une augmentation de la liquidité du titre n'ont pas été honorées suite à la fusion. Les actionnaires minoritaires ont réclamé le versement promis de dividendes, au motif qu'une distribution était prévue dans les statuts de la société en cas de situation bénéficiaire. Malheureusement, les statuts ont, entre temps, été modifiés afin qu'il ne soit plus procédé à une distribution de dividendes au profit des nouveaux actionnaires. En définitive, à la suite de l'offre publique de retrait, et en vertu de l'article 33 de la loi 96-597

³¹ On notera, à cet égard, que le désaccord exprimé par un administrateur indépendant de l'une des filiales à propos des termes de l'échange n'a pas eu la moindre incidence sur le cours des événements, montrant par là même la pertinence de dispositifs fixant un nombre minimal d'administrateurs indépendants par conseil.

du 2 juillet 1996³², les actionnaires minoritaires ont été totalement évincés. Plusieurs années après la finalisation de l'opération de fusion, le règlement du contentieux n'est toujours pas réglé. Le juge est tiraillé entre, d'une part, la détermination exacte du degré d'opportunisme de certains actionnaires minoritaires et du degré de compromission des professionnels comptables, et d'autre part, la juste évaluation des arguments techniques, comptables et financiers, avancés par les avocats des différentes parties, et des dommages et intérêts qui leur sont dus en réparation du préjudice causé.

Conclusion

Finalement, quelques idées force émergent d'une telle étude du cas. Lors des opérations de fusion le critère jugé le plus pertinent, et fréquemment qualifié de "prépondérant" par le commissaire à la fusion lui-même, est celui de l'actif net réévalué. Il en résulte, sur un plan théorique, une remise en question de l'efficience des marchés boursiers, et sur un plan pratique, une baisse significative de la parité d'échange, et ce, au détriment des actionnaires minoritaires. Ces derniers rencontrent alors des difficultés considérables à la fois pour réduire l'asymétrie d'information dont ils s'estiment victimes, et pour obtenir une meilleure transparence des calculs effectués. Plus techniquement, le choix de périodes de comparaison boursière est souvent sujet à discussion. Quant aux critères du bénéfice et des dividendes, ceux-ci peuvent être biaisés par une gestion opportuniste et anticipée des résultats. Le risque de manipulation *ex ante* des parités d'échange est d'autant plus fort que la fourchette de l'ensemble des parités calculées est souvent large, pouvant varier de 1 à 20. De même, l'absence fréquente d'utilisation de la méthode d'actualisation des cash flows prévisionnels pose problème si l'on souhaite vérifier l'ampleur annoncée des effets de synergie.

³² Selon l'article 33 de la loi 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, "4° Les conditions dans lesquelles, à l'issue d'une procédure d'offre ou de demande de retrait, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 p. 100 du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés ; l'évaluation des titres effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité. L'indemnisation est égale, par titre, au résultat de l'évaluation précitée ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait. Le montant de l'indemnisation revenant aux détenteurs non identifiés est consigné".

Plus généralement, ce sont les problèmes d'indépendance du commissaire à la fusion et de la protection des actionnaires qui sont posés, avec pour corollaire, la difficulté du juge à développer une expertise dans les domaines comptables et financiers. Il s'en suit une situation préjudiciable en termes de gouvernance, avec une jurisprudence française globalement défavorable aux actionnaires minoritaires.

Bibliographie

- Bebchuk L.A., Kahan M. (2000) "Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts", in Morck R. (ed), *Concentrated Corporate Ownership*, pp. 247-259.
- Degos J.-G. (1995) *Commissariat aux apports : évaluations et fusions*, CNCC Edition.
- Hay B.L. (1995) "Effort, Information, Settlement, Trial", *Journal of Legal Studies*, Vol. XXIV, January.
- Labelle R., Tournon P. (2001) "Le potentiel de l'étude de cas comme méthodologie de recherche en comptabilité financière", in Dumontier P., Teller R. (Coord.), *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, Fnege, pp. 117-136.
- Larson K.D., Gonedes N.J. (1969) "Business Combinations : An Exchange Ratio Determination Model", *The Accounting Review*, October, pp. 720-778.
- Pène D. (1993) *Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise*, Tome 2 : Evaluation et montages financiers, Economica, 2^{ème} édition, pp. 192-196.
- Pirolli R. (1981) "La parité d'échange des titres dans les fusions", *Mélanges offerts à Pierre Vigreux*, Université des sciences sociales de Toulouse, Collection Travaux de Recherches de l'I.P.A., I.A.E. de Toulouse, p. 607-620.
- Schmidt D. (1999) *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Ed. Joly.
- Sweeney J.T., Roberts R.W. (1997) "Cognitive Moral Development and Auditor Independence", *Accounting, Organizations & Society*, apr/may, Vol. 22, n°3/4, pp. 337-453.
- Thauvron A. (2000) "La manipulation du résultat comptable avant une offre publique", *Comptabilité-Contrôle-Audit*, Vol. 2, septembre.
- Viandier A. (1991) " Fusion, abus de majorité", *Revue de Droit bancaire et de la bourse*, n°25, Mai/Juin, p. 102.
- Zeff S. (1998), "Independance and Standard Stetting", *Critical Perspectives on Accounting*, n°9, pp. 535-543.