

Cour de cassation

chambre commerciale

Audience publique du 5 juillet 2017

N° de pourvoi: 15-25121

ECLI:FR:CCASS:2017:CO01016

Publié au bulletin

Rejet

Mme Mouillard (président), président

SCP Gaschignard, SCP Le Bret-Desaché, SCP Ohl et Vexliard, SCP Waquet, Farge et Hazan, avocat(s)

REPUBLIQUE FRANCAISE

AU NOM DU PEUPLE FRANCAIS

LA COUR DE CASSATION, CHAMBRE COMMERCIALE, a rendu l'arrêt suivant :

Attendu, selon l'arrêt attaqué (Paris, 8 septembre 2015), que la société holding Euro Disney SCA, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris, a pour principal actif une participation de 82 % dans le capital de la société en commandite par actions Euro Disney Associés (la société EDA), laquelle exploite le parc d'attraction Disneyland Paris, et qu'elle est gérée par la société par actions simplifiées Euro Disney SAS (la société ED), filiale à 100 % de la société américaine The Walt Disney Company (la société TWDC) ; qu'à la suite d'opérations de recapitalisation et de réduction d'endettement, la société américaine EDL Holding Company (la société EDL Holding) et les sociétés Euro Disney Investments (la société EDI) et EDL Corporation (la société EDLC), toutes trois indirectement détenues à 100 % par la société TWDC, ont détenu ensemble et de concert 72,34 % du capital et des droits de vote de la société Euro Disney SCA ; qu'elles ont donc déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée des actions de la société Euro Disney SCA ; que l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) ayant, par décision n° 215C0380 du 31 mars 2015, déclaré le projet d'offre publique d'achat simplifiée des sociétés EDL Holding, EDI et EDLC conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables, la société Charity Investment Merger Arbitrage Fund (la société CIMA), actionnaire de la société Euro Disney SCA, a formé un recours en annulation de cette décision ;

Sur le premier moyen, pris en sa seconde branche :

Attendu que la société CIMA fait grief à l'arrêt de rejeter son recours alors, selon le moyen, que le droit à un procès équitable suppose que la décision de première instance puisse faire l'objet d'un contrôle ultérieur d'un organe judiciaire de pleine juridiction présentant les garanties d'un tel procès ; que tel ne peut être le cas que si la juridiction de deuxième instance a la possibilité de réexaminer les faits et les preuves, et de substituer sa décision à la décision contestée ; que la cour d'appel de Paris, qui se borne à un contrôle formel des offres et n'exerce pas un réel pouvoir de réformation des décisions de l'AMF et de substitution de ses propres décisions aux décisions annulées, ne saurait être considérée comme offrant aux parties un procès équitable au sens de l'article 6 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales ; qu'en retenant que la question du respect de cet article devant l'AMF ne se posait pas dès lors que les décisions de l'AMF en matière d'examen des projets d'offre publique pouvait être déférées à la cour d'appel de Paris « dans le cadre d'un recours effectif et de plein contentieux présentant toutes les garanties prescrites par l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme », la cour d'appel a violé ce texte ;

Mais attendu que, selon la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH, *Zumtobel c. Autriche* n° 12235/86, 21 septembre 1993, §§ 31-32 ; *Potocka et autres c. Pologne*, n°33776/96, 4 octobre 2001 ; *Sigma Radio Television Ltd c. Chypre*, n°32181/04, 35122/05, 21 juillet 2011 et *Crompton c. Royaume-Uni*, no 42509/05, 27 octobre 2009), l'exigence que le « tribunal » visé par l'article 6 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales dispose d'une « plénitude de juridiction » sera satisfaite si l'organe en question est doté de compétence d'une « étendue suffisante » ou exerce un « contrôle juridictionnel suffisant » pour traiter l'affaire en cause et que le rôle de l'article 6 n'est pas de garantir l'accès à un tribunal qui pourrait substituer son propre avis à celui des autorités administratives ; qu'ayant pu examiner tous les moyens soulevés par les parties, en fait comme en droit, et apprécier toutes les pièces produites devant elle, la cour d'appel a retenu à bon droit que, quoique ne disposant que d'un pouvoir d'annulation et non de réformation de la décision déférée, elle avait été saisie dans le cadre d'un recours effectif et de plein contentieux présentant toutes les garanties prescrites par les dispositions susvisées ; que le moyen n'est pas fondé ;

Sur le deuxième moyen :

Attendu que la société CIMA fait grief à l'arrêt de rejeter son recours alors, selon le moyen, que les offres publiques d'achat doivent respecter le libre jeu des offres, l'égalité de traitement et d'information des actionnaires, la transparence et l'intégrité du marché et la loyauté dans les transactions et la compétition ; qu'il appartient donc

au juge de la régularité d'une offre de contrôler la pertinence et la cohérence des informations fournies au public à l'occasion de l'offre ; qu'au cas d'espèce, la société CIMA faisait valoir que la société Euro Disney, dont les titres étaient l'objet de l'offre contestée, avait conclu avec diverses autres sociétés du groupe Disney divers contrats conduisant à minorer artificiellement son résultat ; qu'elle en déduisait que le prix auquel l'offre d'acquisition était faite était lui-même artificiellement minoré, en violation des principes de loyauté, d'égalité de traitement des actionnaires, d'intégrité du marché et de libre jeu des offres ; qu'en affirmant, pour écarter ce grief, qu'il « ne lui appartenait pas de se prononcer sur ces contrats dans le cadre de l'examen de conformité du projet d'offre dont elle était saisie », quand il lui appartenait de rechercher, ainsi qu'elle y était invitée, si les contrats litigieux, indépendamment de leur régularité intrinsèque, n'avaient pas eu pour conséquence de minorer artificiellement le cours du titre Euro Disney, la cour d'appel a violé les articles L. 433-3 du code monétaire et financier, 231-1, 231-21 et 234-6 du règlement général de l'AMF ;

Mais attendu qu'il n'entre pas dans la mission de l'AMF, ni ne relève de la compétence de la cour d'appel statuant sur les recours formés contre ses décisions, de se prononcer sur les violations éventuelles d'obligations dont les sanctions de droit privé n'entrent pas dans les mesures que l'autorité de marché est habilitée à prendre ; que c'est par une appréciation souveraine de la cohérence et de la pertinence des différentes méthodes d'évaluation mises en oeuvre et des critères utilisés, qu'elle a contrôlés, que la cour d'appel a décidé que les critiques du bien-fondé de la décision de l'AMF n'étaient pas fondées ;

Et attendu qu'il n'y a pas lieu de statuer par une décision spécialement motivée sur le premier moyen, pris en sa première branche, ni sur le troisième moyen, qui ne sont manifestement pas de nature à entraîner la cassation ;

PAR CES MOTIFS :

REJETTE le pourvoi ;

Condamne la société Charity & Investment Merger Arbitrage Fund aux dépens ;

Vu l'article 700 du code de procédure civile, rejette sa demande et la condamne à payer la somme de 3 000 euros à société Euro Disney SCA, la somme de 3 000 euros à l'Autorité des marchés financiers et la somme globale de 3 000 euros aux sociétés Euro Disney Investments, EDL Corporation et EDL Holding Company ;

Ainsi fait et jugé par la Cour de cassation, chambre commerciale, financière et

économique, et prononcé par le président en son audience publique du cinq juillet deux mille dix-sept.

MOYENS ANNEXES au présent arrêt

Moyens produits par la SCP Le Bret-Desaché, avocat aux Conseils, pour la société Charity & Investment Merger Arbitrage Fund.

PREMIER MOYEN DE CASSATION

Il est fait grief à l'arrêt attaqué d'avoir rejeté le recours de la société CIMA contre la décision de l'AMF déclarant conforme le projet d'offre publique d'achat simplifiée déposé par les sociétés EDL HOLDING COMPANY, EURO DISNEY INVESTMENTS et EDL CORPORATION ;

Aux motifs qu' « à supposer que les dispositions de l'article 6 précitées soient applicables en l'espèce, la Cour ne dispose d'aucune indication sur le montant de la contribution à percevoir à l'issue de l'offre lancée sur les titres de la société EURO DISNEY, de sorte qu'elle ne se trouve pas en mesure de déterminer si cette contribution représente une part à ce point significative des ressources totales de l'AMF, qu'elle jetterait un doute sur l'impartialité objective avec laquelle a été examinée la conformité du projet d'offre des sociétés EDI, EDL et EDL HOLDING ; qu'au surplus et en tout état de cause, les décisions prises par l'AMF au terme de l'examen des projets d'offre publique dont elle est saisie, peuvent être déférées à la Cour de céans, dans le cadre d'un recours effectif et de plein contentieux présentant toutes les garanties prescrites par l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme » ;

Alors d'une part que pour contester l'impartialité objective de l'AMF, la société CIMA faisait valoir qu'elle avait un intérêt direct à déclarer conforme le projet d'offre qui lui était soumis, cette déclaration la rendant créancière d'une contribution financière due par les initiateurs de l'offre, dont le montant est fixé en application des articles L. 621-5-3 et D. 621-28 du Code monétaire et financier, qui en arrêtent en particulier l'assiette et le taux de la part variable ; qu'en retenant, pour écarter ce grief, qu'elle ne disposait « d'aucune indication sur le montant de la contribution à percevoir à l'issue de l'offre », quand l'offre d'achat précisait le nombre de titres concernés et le prix unitaire, de sorte que le montant maximale de la contribution due par les initiateurs de l'offre était déterminable par simple application de ces textes, la Cour d'appel a violé les textes susvisés ;

Alors d'autre part que le droit à un procès équitable suppose que la décision de première instance puisse faire l'objet d'un contrôle ultérieur d'un organe judiciaire de

pleine juridiction présentant les garanties d'un tel procès ; que tel ne peut être le cas que si la juridiction de deuxième instance a la possibilité de réexaminer les faits et les preuves, et de substituer sa décision à la décision contestée ; que la Cour d'appel de PARIS, qui se borne à un contrôle formel des offres et n'exerce pas un réel pouvoir de réformation des décisions de l'AMF et de substitution de ses propres décisions aux décisions annulées, ne saurait être considérée comme offrant aux parties un procès équitable au sens de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales ; qu'en retenant que la question du respect de cet article devant l'AMF ne se posait pas dès lors que les décisions de l'AMF en matière d'examen des projets d'offre publique pouvait être déférées à la Cour d'appel de PARIS « dans le cadre d'un recours effectif et de plein contentieux présentant toutes les garanties prescrites par l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme », la Cour d'appel a violé ce texte.

DEUXIEME MOYEN DE CASSATION

Il est fait grief à l'arrêt attaqué d'avoir rejeté le recours de la société CIMA contre la décision de l'AMF déclarant conforme le projet d'offre publique d'achat simplifiée déposé par les sociétés EDL HOLDING COMPANY, EURO DISNEY INVESTMENTS et EDL CORPORATION ;

Aux motifs que « L'AMF lorsqu'elle est saisie d'un projet d'offre publique d'acquisition, doit se prononcer sur la conformité de celui-ci aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette conformité s'apprécie, notamment au regard des articles L 433-1 et suivants du code monétaire et financier et des articles 231-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En revanche, cette autorité ne saurait, dans le cadre de cet examen de conformité, se prononcer, aux lieu et place des juridictions compétentes, sur la validité du contrat unissant les actionnaires de la société cible. Elle ne pouvait dès lors tirer de conséquences juridiques des allégations de la société CIMA selon lesquelles la nullité de la société Euro Disney serait encourue du fait de la prétendue violation de l'intérêt commun de ses actionnaires.

Par ailleurs, si le principe du libre jeu des offres et de leurs surenchères s'oppose à la conclusion de contrats, dans le cadre et pour les besoins d'une offre publique, sous la condition suspensive de la réussite de celle-ci, tel n'est pas le cas en l'espèce. En effet, comme l'a relevé l'AMF dans sa décision, les contrats dont la société CIMA dénonce le caractère abusif à ses yeux, sont antérieurs à l'offre puisqu'ils sont conclus depuis que la société Euro Disney a été introduite en bourse en 1989. Si dans le cadre de la réorganisation menée en 2005, ces contrats ont été transférés de la société Euro Disney à ses filiales opérationnelles, ils n'ont été substantiellement modifiés ni dans leur principe ni dans leur montant. Ils ne sont, en

outre, liés à l'offre par aucun lien de connexité qui les rendrait indissociables de celle-ci et ont enfin fait l'objet des procédures d'information et de consultation des actionnaires requises par les textes et les autres statuts sociaux.

Dans ces conditions, c'est à juste titre que l'AMF a considéré qu'il ne lui appartenait pas de se prononcer sur ces contrats dans le cadre de l'examen de conformité du projet d'offre dont elle était saisie.

Toutefois, l'article 234-6 du règlement général de l'AMF, applicable en l'espèce, énonce que « lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre ». Or, il est établi que le prix le plus élevé au sens de ces dispositions est le prix de 1,25 euro par action auquel les sociétés EDI et EDLC, membres du concert formé avec la société EDL Holding, ont souscrit à l'augmentation du capital de la société Euro Disney réalisée le 20 février 2015.

Par ailleurs, l'expertise indépendante à laquelle il a été procédé conformément aux articles 261-1 et suivants du règlement général de la l'AMF, repose sur la mise en oeuvre d'une évaluation multicritères, appliquant les méthodes de valorisation qui ont paru à l'expert les plus appropriées et dont il a justifié de la pertinence, en l'occurrence les méthodes fondées sur l'analyse du cours de bourse, l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF) et les multiples boursiers, tout en tenant compte de l'incidence de la valeur des actifs immobiliers de la société ED SCA. Au terme de son analyse, l'expert indépendant a constaté qu'il en ressortait une valeur unitaire de l'action inférieure au prix de l'offre et des primes comprises 0,24 euro et 1,21 euros, et il en a conclu que le prix offert était équitable pour les actionnaires d'Euro Disney.

C'est en conséquence, et compte tenu de ces éléments, par une juste appréciation du prix offert, que l'AMF a déclaré conforme le projet qui lui était soumis.» ;

Alors que les offres publiques d'achat doivent respecter le libre jeu des offres, l'égalité de traitement et d'information des actionnaires, la transparence et l'intégrité du marché et la loyauté dans les transactions et la compétition ; qu'il appartient donc au juge de la régularité d'une offre de contrôler la pertinence et la cohérence des informations fournies au public à l'occasion de l'offre ; qu'au cas d'espèce, la société CIMA faisait valoir que la société EURO DISNEY, dont les titres étaient l'objet de l'offre contestée, avait conclu avec diverses autres sociétés du groupe DISNEY divers contrats conduisant à minorer artificiellement son résultat ; qu'elle en déduisait que le prix auquel l'offre d'acquisition était faite était lui-même artificiellement minoré, en violation des principes de loyauté, d'égalité de traitement des actionnaires,

d'intégrité du marché et de libre jeu des offres ; qu'en affirmant, pour écarter ce grief, qu'il « ne lui appartenait pas de se prononcer sur ces contrats dans le cadre de l'examen de conformité du projet d'offre dont elle était saisie », quand il lui appartenait de rechercher, ainsi qu'elle y était invitée, si les contrats litigieux, indépendamment de leur régularité intrinsèque, n'avaient pas eu pour conséquence de minorer artificiellement le cours du titre EURO DISNEY, la Cour d'appel a violé les articles L. 433-3 du Code monétaire et financier, 231-1, 231-21 et 234-6 du règlement général de l'AMF.

TROISIEME MOYEN DE CASSATION

Il est fait grief à l'arrêt attaqué d'avoir rejeté le recours de la société CIMA contre la décision de l'AMF déclarant conforme le projet d'offre publique d'achat simplifiée déposé par les sociétés EDL HOLDING COMPANY, EURO DISNEY INVESTMENTS et EDL CORPORATION ;

Aux motifs que « Les allégations de la société CIMA selon lesquelles la société Euro Disney dissimulerait une plus-value de l'ordre de 2 milliard d'euros sont contredites par l'expertise indépendante à laquelle cette société a fait procéder conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. En effet, il résulte de l'attestation d'équité qu'il a délivrée, que l'expert indépendant a, dans ses travaux, pris en compte et valorisé les droits immobiliers de la société Euro Disney, par simulation d'une cession des actifs immobiliers immédiatement suivie de leur location à des conditions de marché, sur la base de la documentation à sa disposition, revue dans le cadre d'une expertise immobilière à laquelle il a fait procéder.

Il s'en déduit la société CIMA ne démontre pas que l'AMF a fait une appréciation faussée du projet qui lui était soumis, en ce qui concerne l'exactitude et la sincérité de l'information délivrée aux actionnaires de la société Euro Disney.

Enfin, la circonstance que la société CIMA ait informé l'AMF de la plainte qu'elle avait déposée auprès du Procureur national financier, le 26 mars 2015, des chefs d'abus de biens sociaux, de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de présentation de faux bilan n'était pas de nature, à elle seule, à contraindre l'AMF à surseoir à l'examen du projet d'offre dont elle était saisie. » ;

Alors d'une part que devant les juges du fond, la société CIMA faisait valoir (Cf. conclusion, p. 14, 18, 38), en s'appuyant sur le rapport établi par Monsieur X..., que les actifs immobiliers de la société EURO DISNEY valorisés par l'expert indépendant n'incluaient pas les options d'achat de terrains détenues par la société EURO DISNEY, qui n'étaient même pas mentionnées dans la comptabilité d'EURO DISNEY, quand l'expert X... les évaluait à 2 milliards d'euros ; qu'en se bornant, pour dire

régulière l'offre publique litigieuse, à retenir qu'il résultait de l'attestation d'équité que l'expert indépendant avait « pris en compte et valorisé les droits immobiliers de la société EURO DISNEY », sans répondre à ce moyen déterminant, la Cour d'appel a violé l'article 455 du Code de procédure civile ;

Alors d'autre part qu'il doit résulter du jugement ou des productions que l'avis des spécialistes consultés par l'expert a été porté, avant le dépôt de son rapport, à la connaissance des parties afin de leur permettre d'en discuter devant l'expert ; qu'en se fondant, pour dire régulière l'offre publique litigieuse, sur le rapport de l'expert Y..., après avoir elle-même constaté que ce dernier avait fait procéder, par un tiers inconnu, à une expertise immobilière de la société EURO DISNEY, sans constater que cette expertise immobilière avait été communiquée aux parties par l'expert Y..., la Cour d'appel a privé sa décision de base légale au regard de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF ;

Alors enfin qu'en se contentant, pour dire n'y avoir lieu à surseoir à statuer dans l'attente de la procédure pénale engagée par la société CIMA, que la plainte déposée par cette société « n'était pas de nature, à elle seule, à contraindre l'AMF à surseoir à l'examen du projet d'offre dont elle était saisie », sans mieux s'expliquer sur la raison pour laquelle elle estimait que les résultats de l'enquête pénale, portant sur l'insincérité des bilans de la société EURO DISNEY, ne pouvait avoir d'incidence sur le litige qui lui était soumis, et qui portant notamment sur la valorisation réelle des titres de la société EURO DISNEY, la Cour d'appel a violé l'article 455 du Code de procédure civile.

Publication :

Décision attaquée : Cour d'appel de Paris, du 8 septembre 2015