

**Nature, Aspects et Modalités de l'Offre Publique
d'Acquisition**

R. WITTERWULGHE

Document de travail CRIDE 5/1969

NATURE, ASPECTS ET MODALITES DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION
(*)

R. WITTERWULGHE

Assistant U.C.L.
Centre de Recherches Interdisciplinaires Droit-Economie

"Nous devons apprendre à examiner les questions sous tous leurs aspects, à voir non seulement la face mais aussi le revers des choses et des phénomènes.

Dans des conditions déterminées, quelque chose de mauvais, peut produire de bons résultats, et à son tour, quelque chose de bon peut en produire de mauvais."

De la juste solution des contradictions
au sein du peuple.

27 février 1957. Mao tsé TOUNG.

(*) Nous tenons à remercier M. le Professeur A. Jacquemin, pour les conseils qu'il nous donne au cours de notre recherche dont ce texte constitue une première étape. Nous remercions également Mlle A.M. Kumps qui a bien voulu corriger les épreuves de ce texte et qui nous a aidé avec efficacité à la réalisation de ce Colloque.

TABLE DES MATIERES

<u>Chapitre I</u> : L'Offre Publique d'Achat ou Take Over Bid	1
<u>Chapitre II</u> : L'Offre Publique d'Achat en tant que technique nouvelle d'acquisition de valeurs mobilières	5
§ 1. Engagement irrévocable et sous condi- tions	5
§ 2. Engagement public	7
§ 3. Engagement à un prix déterminé	8
<u>Chapitre III</u> : Modalités	12
§ 1. Achat ou Echange	12
§ 2. Caractère agressif ou amiable	17
§ 3. Indices de vulnérabilité de l'Offre Publique Agressive	20
<u>Chapitre IV</u> : La Stratégie de la Contre Offensive	23
§ 1. Avant l'annonce de l'Offre Publique d'Achat: mesures préventives	24
§ 2. L'offre Publique d'Achat est publiée - Contre offensive	26
<u>Chapitre V</u> : Finalités de l'Offre Publique d'Achat	30
§ Les opérations marginales	30
A. Intérêt des actionnaires	30
B. Intérêt de l'entreprise	31

§ 2. La prise de contrôle	33
A. But spéculatif	33
B. Efficience interne	35
C. Croissance externe	36

<u>Conclusions</u>	39
--------------------	----

CHAPITRE I

Offre publique d'achat ou Take over bid

Les termes "offres publiques d'achat et d'échange" font désormais partie du vocabulaire courant. Souvent cependant l'on n'en précise guère le sens et l'on s'aperçoit que ces termes peuvent recouvrir des réalités quelque peu différentes.

Par rapport à nos voisins de la C.E.E., notre pays présente l'originalité d'avoir légiféré en cette matière.

Nous serions tenté, dès lors, de nous référer à ces textes pour plus de précision.

Mais l'offre publique d'achat n'a guère reçu de définition précise dans notre droit (1). Le législateur, en 1964, s'est contenté d'ajouter les termes offre publique d'achat ou d'échange à des dispositions législatives existantes sans juger opportun de leur consacrer beaucoup plus d'intérêt (1). L'exposé des motifs est muet. Tout autant que le rapport du représentant Fimmers devant la Chambre ou celui du sénateur Van Houtte devant le sénat. (2)

L'arrêté royal n° 61 de 1967 qui complète la réglementation

- (1) La récente législation américaine en cette matière n'est pas plus explicite. Elle ne comporte pas de définition. Voir sur la "Public Law 90-439 (90th Congress S510) E.C. SCHMULTS and J. KELLY, Disclosure in Connection with Cash Take over bids: the new Regulations in Business Lawyer novembre 1968, p. 28.
- (2) Loi 10 juin 1964, art. 22 . Cet article qui est présenté comme une disposition interprétative, précise seulement que les offres publiques d'achat et d'échange doivent être soumises aux articles 26 à 34 du Titre II de l'A.R. n° 185 de 1935.

relative aux offres publiques d'achat et d'échange ne comporte pas davantage une définition des opérations qu'il entend viser (1). Le rapport au Roi cependant se veut un peu plus précis, lorsqu'il rappelle que ces opérations sont connues depuis longtemps déjà dans les pays anglo-saxons sous l'appellation "take over bid". (2)

La Commission bancaire, lorsqu'elle avait évoqué pour la première fois la question des offres publiques d'achat dans son rapport de 1958-59, a assimilé cette opération aux Take over bids. Elle précisait cependant qu'il s'agissait d'un moyen quelque peu spectaculaire d'acquérir le contrôle d'une (2) société en offrant directement aux actionnaires de celle-ci d'acheter ou d'échanger leurs titres à un cours déterminé. Aux yeux de la Commission, du moins à l'origine, l'offre publique d'achat ou d'échange venait se placer aux côtés des moyens plus classiques de prise de contrôle que sont les négociations directes avec l'un ou l'autre associé majoritaire ou l'achat systématique en bourse.

Dans cette acceptation, l'offre publique d'achat est bien un "take over bid". Cette expression anglo-saxonne implique en effet une finalité spécifique qui est la "reprise" d'une société. Il s'agit, par le biais d'une offre faite directement aux actionnaires de la société, d'acquérir le contrôle de cette dernière. (3)

Il nous paraît donc qu'une distinction s'impose entre, d'une

(1) A.R. n° 61, 14 novembre 1967, art. 6§2, modifie l'article 75§2 du Code de Commerce relatif aux cessions directes. Cette modification met fin à la controverse latente portant sur le problème de l'application des restrictions de l'article 75 aux O.P.A. qui n'étaient pas des achats en bourse, auraient dû être considérés comme des cessions directes. (cfr. G. Schrans).

(2) Rapport au Roi; n° 61-1967, Moniteur p. 11781-11784.

(3) R.A. TAUSSIG and S.L. HAYES - Are Cash Take over bids Unethical - Financial Analyst Journal, January-February 1967, p. 107.

part, une technique d'acquisition de titres (offre publique d'acquisition) et, d'autre part, une opération économique qui, au moyen de cette technique, visé à acquérir le contrôle d'une société. "Take over bid". (1)

A nos yeux, l'offre publique d'achat ou d'échange est essentiellement une technique qui peut servir à d'autres opérations dont la finalité n'est pas la prise de contrôle.

Souvent, à tort, l'on parlera ainsi de take over bid à propos d'opérations qui ne sont réalisées que pour permettre à des actionnaires minoritaires de se retirer, ou pour faciliter un épongeage avant une fusion. A la limite l'on pourrait concevoir un investisseur réalisant une offre publique d'achat ou d'échange dans le seul but d'acquérir un certain bloc de titres d'une société qui ne lui confère pas le contrôle. (2)

Ce que le législateur belge a, en fait, visé, en 1964, c'est la technique d'acquisition qu'il soumet au contrôle de la Commission bancaire (1). Rien ne permet en effet de limiter le champ d'application de cette législation aux seules opérations de prises de contrôle. C'est d'ailleurs en ce sens, que la Commission bancaire l'applique. (3)

Par contre en France, les termes "offres publiques d'achat" tels

WEINBERG: Take overs and Amalgamation, Sweet and Maxwell, London, 1967, p. 4 n° 105; TAYLOR - A Dictionary of Economics terms, Routledge and Kegan, London - verbo take-over.

- (1) C'est ainsi qu'aux U.S.A. on parlera de take-over bids by means of tenders offers - cfr. Report of the Committee on Banking and Currency United States Send totaccompagny s510, 30th Congress Report p.550, 29 August, 1967 - Cohen - p. 203
- (2) cfr. infra Chap. V, § 1.
- (3) On pourrait peut-être être plus dubitatif quant à l'interprétation à donner aux articles 6 et 13 de l'A.R. n° 67, puisque le rapport au Roi parle des O.P.A. comme étant des take over bids. Mais les textes ne permettent pas, à notre avis, une interprétation restrictive.

que l'utilise la Chambre Syndicale des agents de change dans la réglementation corporative qu'elle a mis au point en accord avec le Ministre de l'Economie et des Finances, recouvre essentiellement l'opération de prise de contrôle. La Chambre syndicale, dans l'examen préalable de l'opération, s'est fixée pour tâche de veiller à ce que l'opération procure aux promoteurs la majorité ou tout au moins le contrôle de la société (1). La Chambre syndicale des agents de change a donc donné un sens restrictif à l'expression offre publique d'achat. Elle vise l'opération économique spécifique de take over, de prise de société, et donc de contrôle.

La nouvelle législation américaine qui modifie le Securities Exchange Act de 1934, se place également dans la même ligne. Seules sont visées, les offres publiques d'acquisition (tender offer) qui procurent au moins 10 % du capital d'une société, soit que l'offre porte sur ce pourcentage, soit qu'elle permette d'y accéder en complétant une participation antérieure. Le législateur américain apparaît donc n'avoir été sensible qu'aux opérations qui permettent au cas échéant de prendre le contrôle d'une société. (2)

(1) Année boursière 1966, p. 188; TROCHU, M., Les offres publiques d'achat. Rev. Trim. de Droit Commercial, n° 3, 1967, p. 697 et 706.

(2) Public Law 90-439, 90th Congress, S.510, July 29, 1968. Cette loi ne vise pas les seules offres d'achat; elle règlement toute acquisition qui permet de posséder plus de 10 % des actions d'une société.

CHAPITRE II

L'O.P.A. en tant que technique nouvelle d'acquisition de valeurs mobilières

L'offre publique d'achat ou d'échange se présente comme une offre limitée dans le temps adressée par un promoteur, personne physique ou morale, soit à tous les actionnaires d'une société, soit seulement à une catégorie de ceux-ci, en vue d'acquérir un certain nombre de titres à un prix déterminé, généralement supérieur au prix du marché. (1)

L'offre publique d'acquisition est donc une technique particulière d'acquisition de titres (2). Ces caractéristiques spécifiques la différencient en effet des techniques plus classiques que sont l'achat en bourse ou la négociation directe.

§ 1. Engagement irrévocable et sous conditions : La caractéristique première de cette technique est de comporter un engagement unilatéral de la part du promoteur. La sollicitation qu'il adresse aux actionnaires le lie vis-à-vis de ceux-ci. Elle est irrévocable lorsque l'actionnaire accepte: la transaction entre celui-ci et le promoteur est juridiquement parfaite. Par l'acceptation, l'accord des volontés des

(1) Nous réserverons le terme de take over bid aux opérations de prise de contrôle d'une société par le recours à la technique de l'O.P.A. cfr. Weinberg, op. cit., p. 4, n° 105.

La définition française de l'O.P.A. implique le but de prise de contrôle de la société dont les titres sont l'objet de l'acquisition. Cfr. Trochu, op. cit., p. 696.

(2) En fait il s'agit d'actions, parce que toutes les opérations dont il est question tant en Europe qu'aux Etats-Unis, visent l'acquisition d'actions. En soit rien ne s'oppose à recourir à cette technique pour acquérir des obligations d'une société.

parties est réalisé, à moins que l'offre ne soit faite sous conditions suspensives.

Dans la majorité des cas, en effet, l'offre publique d'achat ou d'échange sera conditionnelle. Le promoteur de l'opération subordonne à certaines conditions suspensives son engagement d'acquérir les actions qui lui sont proposées.

Le plus souvent le promoteur fixe un nombre minimum et un nombre maximum de titres qu'il s'engage à acquérir en fonction de son but et des contingences financières qui sont les siennes. S'il n'atteint pas le quorum souhaité, l'opération risque de perdre tout intérêt pour lui; aussi se réservera-t-il en cette hypothèse la faculté de ne pas contracter (1). Son engagement deviendra caduc et les titres des actionnaires qui avaient accepté l'offre leur seront restitués.

Si le nombre de titres présentés dépasse le maximum fixé, le promoteur se réservera la faculté de n'acquérir que le montant initial. Il sera dès lors procédé à une réduction des titres offerts, soit suivant le principe du "premier arrivé", "premier servi", soit suivant celui de la réduction proportionnelle. La Belgique, ainsi que la France, en s'alignant en cela sur la pratique anglaise, adoptent la règle proportionnelle (2). La nouvelle législation américaine en la matière, vient d'imposer tout récemment ce même principe.(3).

(1) M. WHITMAN, estime que dans un take over bid, le promoteur doit s'engager à acquérir tous les titres qui seront présentés. Il accroît ainsi ses chances d'aboutir à un résultat favorable. The Strategy of tender solicitations, April 1967, p. 5 et 6.

(2) G.B. WEINBERG, op. cit., n° 905, la réforme législative et la pratique vont dans le sens d'une exigence de la règle de prorata. Le règlement corporatif de la Chambre syndicale prévoit la réduction au prorata. Année boursière, 1966, p. 189. En Belgique, la Commission bancaire n'accepte que ce système de réduction. Cfr. infra Egalité des actionnaires.

(3) U.S.A. Public Law, 90-439 amendement c (6) à la section 13 du Securities Exchange Act de 1934.

D'autres conditions peuvent être prévues par le promoteur. Elles risquent de présenter cependant un danger dans la mesure où le promoteur entendrait laisser son engagement à sa seule discrétion. Par une condition purement potestative il se réserverait la faculté de ne pas contracter. Les droits belge et français proscrivent une telle condition qui rend nul l'engagement du promoteur. (1)

§ 2. Engagement public: L'offre est dite publique. Ce dernier terme est propre à l'expression française et belge, alors que la terminologie anglo-saxonne n'insiste guère sur le caractère "public" de cette opération.

Le législateur, qui en d'autres occasions, a utilisé ce terme de "public", notamment en ce qui concerne les émissions de titres, ne l'a jamais défini. La Commission bancaire dans ses rapports annuels a été amenée à préciser quelque peu la notion en insistant toujours sur l'aspect nécessairement pragmatique de toute définition. (2) Cette conception fut confirmée par le Ministère des Finances lors de la discussion de la loi du 10 juin 1964 devant le Sénat. (3)

-
- (1) Cfr. R. WITTERWULGHE, A propos des offres publiques d'acquisition in Journal des Tribunaux, 25, janvier 1969.
Cfr. infra position de la Commission bancaire.
 - (2) Notamment Rapport Commission bancaire, 1937, p. 47; 1946-47, p. 64; 1948, p. 55; 1955-56, p. 105; 1963, p. 100.
 - (3) Le Ministre des Finances a précisé que l'ommission d'une définition du terme "public" était volontaire. Il estime inopportun d'enfermer les juridictions répressives et les autorités administratives chargées de l'application de ces lois dans des définitions qui risqueraient de ne pas pouvoir rencontrer toutes les opérations visées par la loi. Reprenant la jurisprudence des autorités administratives de contrôle, il a énuméré quelques éléments qui peuvent être retenus comme critères d'appréciation. Parmi ceux-ci notons: le nombre de personnes visées, le caractère plus ou moins étroit des rapports existant entre ces personnes et le promoteur de l'opération, l'existence, l'ampleur et les modalités de la publicité. Annales Parlementaires, Sénat, 21 mai 1964, p. 1396.

En fait, l'offre d'achat ou d'échange est publique si elle s'adresse à l'ensemble des actionnaires d'une société, ou à une catégorie de ceux-ci. Le promoteur s'adresse aux vendeurs potentiels qui sont individuellement indéterminés. Il devra, pour les atteindre, recourir à une forme quelconque de publicité que ce soit la grande presse, la presse financière, le prospectus ou tout autre moyen (1). A cet égard aussi, l'offre aura un caractère public. (2)

En France, la Chambre syndicale des agents de change après un examen des offres, publie au bulletin de la cote officielle un avis contenant les modalités et le calendrier de l'opération. Ainsi s'ouvre la phase publique de l'offre. (3)

§ 3. Engagement à un prix déterminé: Le promoteur s'engage à acheter une quantité d'actions à un prix déterminé. Sa demande est donc parfaitement élastique, en ce sens qu'il se propose d'acquérir à un prix déterminé soit toutes les actions qui lui seront présentées, soit un certain nombre limité par un minimum et un maximum. Le prix est un élément important car c'est lui qui doit convaincre le propriétaire de l'action de la vendre; établir ce prix, est certainement une des décisions les plus délicates auxquelles le promoteur de l'offre est confronté. C'est ce prix aussi qui déterminera, pour lui, si l'opération sera ou non rentable.

Le problème du promoteur est d'établir le prix auquel les action-

(1) La diffusion des conditions de l'offre est importante pour respecter l'égalité des actionnaires et éviter qu'une partie de ceux-ci, mieux instruits de l'offre, ne soient les seuls à en profiter. Dans les pays où il n'existe pas de titres au porteur, l'usage d'une lettre individuelle pourra être utilisée à cette fin.

(2) Rapport C.B. 1967, p. 161-162.

(3) TROCHU, op. cit., p. 703.

naires seront disposés à vendre le nombre d'actions qu'il souhaite acquérir, tout en tenant compte de la valeur que représente pour lui les actions qu'il se propose d'acquérir.

Plusieurs variables interviennent donc dans la fixation du prix (1). Il est difficile de préjuger d'une corrélation plus étroite avec l'une ou l'autre (2).

Pour déterminer le prix auquel un nombre suffisant d'actionnaires sera disposé à céder ses titres, le promoteur doit certes tenir compte du marché boursier. Le prix sur ce marché n'est cependant qu'un indice minimum en ce sens qu'il représente un plancher au-dessus duquel il devra fixer son prix. Ce marché reflète en des circonstances normales le prix d'équilibre pour un montant de titres échangés par jour, généralement restreint. Or le promoteur désire acquérir en un laps de temps court, un nombre important de titres. En d'autres termes, son offre publique d'achat représente un accroissement très sensible de la demande de ces titres. Il faut alors établir, en se basant sur l'indice du prix boursier, le montant de la prime à ajouter pour obtenir le nombre de titres désirés. Pour ce faire, le promoteur devra tenir compte de divers facteurs. L'historique de l'action et, surtout, son rendement actuel, et sa politique de dividende, ainsi que son rendement futur escompté, compte tenu des dirigeants actuels, sont des éléments déterminants de la courbe d'offre des actionnaires(3).

(1) Voir page suivante.

(2) S.L. HAYES and R.A. TAUSSIG, Tactics of Cash Takeover bids- Harvard Business Review, March-April, 1967, p. 140.

(3) Rose and G.D. NEWLOULD, Take over booms, Morgate and Wall Street, 1967, p. 21 à 24. Dans leur étude ces auteurs estiment qu'il n'existe pas de corrélation directe entre la prime offerte et la cotation maximum de l'action dans l'année qui précède l'offre, mais qu'une corrélation plus sensible existe entre la prime et le taux de rendement des actifs propres de la société dont les actions sont l'objet de l'offre.

Une société dont le rendement est élevé nécessitera évidemment une prime élevée.

La valeur comptable (book value) de l'action est aussi un élément intéressant surtout pour le promoteur.(1) Elle représente pour lui une évaluation "objective" de l'action, en ce sens qu'elle se présente comme la valeur abstraite du titre indépendamment de la plus value que la possession d'un certain nombre d'actions peut lui offrir. Le petit actionnaire dépourvu d'information est, par contre, souvent peu à même de concrétiser cette valeur, d'ailleurs hypothétique, qui ne tiendra guère de place dans sa décision. Cette valeur peut cependant lui être révélée lors d'une opération contestée, soit par les dirigeants de la société visée par l'offre publique, soit par un tiers. De même dans le souci d'informer les actionnaires un organe de contrôle tel que la Commission bancaire peut amener le promoteur à fournir aux actionnaires les éléments de cette évaluation comptable. (2)

D'autres éléments influent aussi sur la prime: une action de petite valeur exige une prime proportionnellement plus élevée qu'une action de valeur unitaire importante; de même une offre qui se heurte à l'opposition des dirigeants de la société visée ou d'un tiers nécessitera une prime plus forte (3).

Le promoteur devra finalement comparer le prix qu'il estime devoir offrir pour obtenir le nombre d'actions souhaité, à la valeur "subjective" que leur possession représente pour lui. Cette évaluation sera fonction de critères qui lui sont spécifiques. Pour juger

(1) Book value ou valeur de l'actif net.

(2) PONLOT, Le statut légal des Banques et le contrôle des émissions de titres et valeurs, Oeffe, 1958, p. 230.

(1) TAUSSIG and HAYES, op. cit., p. 140.

de l'opportunité de l'opération, il doit actualiser cette espérance de rendements futurs que lui procurera la possession des titres, compte tenu du coût que représente pour lui cette acquisition (1).

(1) Sur ce problème cfr. J.P. COUVREUR, La fusion alternative à un investissement interne, texte stencilé S.B.P.A., 1969.

CHAPITRE III

Modalités

§ 1. Achat ou échange

L'acquisition de titres au moyen de la technique de l'offre publique peut se réaliser de deux manières: par achat et par échange (1).

L'offre publique d'achat consiste en une simple vente de titres contre des espèces. Par contre, dans l'offre publique d'échange, le paiement est réalisé par d'autres valeurs mobilières. Le promoteur échange des titres contre ceux qu'il désire acquérir. Ces titres ainsi proposés en échange seront tantôt des actions, tantôt des obligations ou encore des obligations convertibles. Ce seront des titres de la société promotrice de l'opération qui seront proposés à la suite d'une augmentation de capital ou encore des titres d'une société tierce, qu'elle détiendrait dans son portefeuille.

C'est donc improprement que l'on a adopté le terme "offre publique d'achat" comme terme générique. L'expression que nous lui préférons dès lors, est offre publique d'acquisition. L'acquisition peut s'effectuer soit par un achat, soit par un échange (2).

L'une et l'autre de ces modalités offrent des avantages et des inconvénients.

(1) Les pays anglo-saxons parleront ainsi d'opérations "cash" ou "stock".

(2) R. WITERWULGHE, op. cit., p. 37.

a) L'offre publique d'échange présente pour le promoteur un avantage important. Elle ne nécessite pas de liquidités. Une opération d'acquisition pourra être réalisée sans devoir faire appel à la trésorerie de la société ou à des emprunts.

Par contre, elle peut dans certaines hypothèses menacer le pouvoir de ceux qui contrôlent la société qui propose l'offre. Ce sera le cas, s'il s'agit d'un échange d'actions et si les actions de cette société sont très dispersées.

Le pouvoir de contrôle ne repose alors que sur un faible pourcentage du capital. Il suffit que la société visée par l'offre soit aux mains d'un groupe dont le pouvoir de contrôle repose sur une assise plus stable, pour que suivant les termes de l'offre, ce dernier groupe se retrouve actionnaire majoritaire de la société initiatrice de l'offre (1).

Ce risque peut être évité en offrant en échange des obligations pures et simples (2). Le recours à l'obligation risque cependant d'allourdir l'endettement de la société (3). Elle peut cependant offrir des avantages fiscaux en permettant la déduction de l'intérêt.

Le recours à l'échange présente en droit belge et français une

(1) Ce même risque pourra se poser en cas de paiement en obligations convertibles lors de la conversion des titres.

(2) - Le promoteur se trouvera confronté avec le problème du choix du financement de cet investissement que représente l'acquisition des parts. Cfr. sur ce problème: M. GOBLET, La technique du financement des entreprises, Dunod, 1965; du même auteur: Le choix des sources de financement à long terme. Texte publié à l'occasion de cours au Centre de Perfectionnement dans la direction des entreprises.

- B.B. HOWARD, M. UPTON: Introduction to business finance, Mac Graw-Hill, N.Y., 1953, p. 518-520.

(3) L'étude de B.H. ROSE et G.P. NEWLOULD révèle qu'en 1967 34 % des cas étudiés d'acquisition de sociétés étaient financées par des obligations, 40 % par des actions et 26 % en espèces.

difficulté supplémentaire lorsque l'opération est agressive, c'est-à-dire lorsqu'elle veut surprendre les dirigeants de la société dont on offre d'acquérir les titres. L'émission d'actions nouvelles, d'obligations convertibles ou d'obligations simples est de la compétence de l'assemblée générale des actionnaires. Ceux-ci devront être convoqués pour ce faire avant de réaliser l'opération d'offre publique d'échange. Elle perdra alors son caractère secret. Néanmoins, lors de la récente opération tentée par Boussois Souchon Neuvesel pour prendre le contrôle de Saint-Gobain (1), le Conseil d'administration a décidé seul de lancer l'offre publique d'échange en soumettant celle-ci à la condition suspensive qu'une assemblée générale des actionnaires réunie ultérieurement décide l'émission des obligations convertibles qui serviraient au paiement des actions de St-Gobain. Du point de vue juridique une telle technique est cependant éminemment contestable (2).

Le système anglais du capital autorisé permet d'éviter cet inconvénient puisqu'il autorise le Conseil d'administration de la société d'augmenter le capital dans des limites préétablies par l'assemblée générale des actionnaires (3).

b) Vis-à-vis des actionnaires de la société dont on se propose d'acquérir les titres, la formule du paiement en actions ou en obligations convertibles peut présenter un intérêt. Grâce à l'échange, ils pourront indirectement rester intéressés à la société dont ils ont accepté de vendre les actions. Ils seront devenus actionnaires directs ou potentiels de la société promotrice de l'offre et à travers elle, pourront, au cas échéant, bénéficier du profit que lui donne sa prise de participation. Cet argument est souvent utilisé par la société

(1) Le 8/1/1969, B.S.N. proposait aux actionnaires de St-Gobain d'acquérir une action St-Gobain contre des obligations convertibles.

(2) R. WITERWULGHE, op. cit., p. 37.

(3) WEINBERG, op. cit., p. 48-52-55.

promotrice de l'opération lorsqu'elle veut s'emparer, grâce à la technique de l'offre publique, du contrôle d'une société. (1)

c) L'offre d'échange est un peu plus coûteuse que l'offre d'achat car la taxation frappera à la fois le titre offert en échange et le titre acquis. Ainsi en Belgique, l'impôt de bourse de 3,5 % est perçu deux fois sur le titre acquis et deux fois sur le titre offert en échange. Dans le cas de l'offre d'achat cette taxation ne frappe que le titre acquis. (2)

d) L'offre d'achat, quoiqu'exigeant des liquidités importantes, présente l'avantage d'être parfois plus attirante pour l'actionnaire: il se laissera souvent plus facilement séduire par l'assurance d'un profit immédiat que lui procure l'achat en espèces plutôt que par le risque d'un gain incertain que représente le paiement en titres. (3)

A coté de ces divers éléments qui peuvent motiver le promoteur à recourir à l'une ou l'autre formule, il faut encore citer les contraintes réglementaires qui peuvent exister. L'on peut ainsi se demander si pour partie l'accroissement très sensible des offres publiques d'achat aux U.S.A. par rapport aux offres publiques d'échange n'est

-
- (1) Il faudra cependant tenir compte de la politique qu'adoptera la société qui a réalisé l'offre vis-à-vis de ses actionnaires. Lors de l'offre de Petrofina d'échanger les titres de sa filiale Canadian Petrofina contre des titres Petrofina, les actionnaires auraient été semble-t-il mieux inspiré de rester actionnaires de la filiale.
 - (2) 2 x 3,5 % dans le chef de l'acheteur,
2 x 3,5 % dans le chef du vendeur.
 - (3) L'offre publique d'achat s'adresse à l'ensemble des actionnaires dispersés, constitués souvent pour une grande partie par des petits investisseurs privés. Pour ceux-ci la sécurité constitue un élément important. Cfr. C.A. MULHALET, Les placements des épargnants français de 1815 à nos jours, p. 334 et suivantes, P.U.F., 1968.

pas explicable par la différence de régime auxquelles elles étaient soumises (1). L'offre d'achat n'était en effet jusqu'en juillet 1968 soumise à aucune réglementation tandis que l'offre d'échange était soumise au contrôle de la Securities Exchange Commission (2).

-
- (1) De 1960 à 1965 les offres publiques d'achat étaient passées aux U.S.A. d'un montant global de 186 millions de \$ à 1 billion de \$ et leur nombre avait triplé - F. COHEN, Full disclosure of Corporate Equity Ownership and in Corporate Takeover bids, p. 33; 90th Congress Senat - Report nr 550 to accompany S510, p. 33.
- (2) La Public Law 90-439 du 29 juillet 1968 a modifié le Securities Exchange Act de 1934. Désormais toute acquisition amenant une personne physique ou morale à posséder 10 % des titres d'une société doit être déclarée entre autre à la S.E.C.

§ 2. Caractère _agressif ou amiable_

Les offres publiques d'acquisition se distinguent non seulement suivant qu'elles proposent en paiement des espèces ou des titres, mais aussi selon qu'elles se réalisent avec ou sans l'accord des dirigeants de la société sur laquelle porte l'opération. La technique de l'O.P.A. permet, en effet, de s'adresser directement aux actionnaires.

Lorsque la technique de l'offre est utilisée à d'autres fins que la prise du pouvoir de contrôle d'une entreprise elle se réalisera normalement avec l'accord de la société dont elle offre d'acquérir les titres (1).

Par contre, lorsqu'il s'agira d'une véritable prise de contrôle d'une société au moyen d'une offre publique d'achat le promoteur sera devant le dilemme suivant: obtenir l'accord des dirigeants de la société dont il veut s'emparer ou tenter une offre agressive.

Le choix est difficile. S'il craint une réaction négative des dirigeants "adverses", il doit éviter de leur donner des soupçons sur une éventuelle O.P.A. dont leur société pourrait être l'objet, ce qui leur permettrait de prendre une série de mesures préventives et de se trouver en position de force. (2)

Mais l'offre agressive accroît le risque de l'opération. Les dirigeants attaqués peuvent réagir par une contre-offensive efficace. Une offre contestée entraîne le promoteur à des coûts accrus. Le fait de lancer l'O.P.A. sans en avoir averti au préalable les dirigeants de la société, se présente comme un acte hostile à leur égard et il compromet toute chance d'accord ou du moins de neutralité de ceux-ci.

(1) En Belgique la majorité des cas recensés présentaient cette caractéristique.

(2) R.A. TAUSSIG and S.L. HAYES, op. cit., p. 139.

Aussi conseille-t-on généralement aux sociétés de ne recourir à l'O.P.A. agressive qu'en tout dernier ressort (1). L'acquisition se fera le plus souvent avec l'accord de la société qui est l'objet de l'opération (2).

La tactique du promoteur sera de tenter d'entamer la négociation avec les dirigeants de la société dont il espère acquérir le contrôle. Les négociations porteront sur les possibilités d'un rapprochement des deux firmes (3). Cette technique semble avoir été suivie encore tout récemment par B.S.N. qui avant de lancer son offre s'est efforcée de trouver une formule de rapprochement amiable avec St-Gobain.

En cas d'accord, le rapprochement pourra se matérialiser par une prise de contrôle réalisée en partie grâce à la technique de l'O.P.A. Dans l'hypothèse d'un refus, une O.P.A. agressive sera la seule solution pour réaliser le rapprochement souhaité. C'est ce que fit, d'ailleurs, B.S.N. (4)

Une O.P.A., même non agressive, peut se heurter à l'opposition d'un groupe de tiers. Celui-ci pour des raisons diverses, telle qu'empêcher un concurrent d'accroître son pouvoir sur un marché ou encore le désir de ne pas laisser échapper une acquisition intéressante, peut décider de lancer une contre-offre. La lutte qui s'ensuivra obli-

(1) WHITMAN M.J., The Strategy of Tender Solicitations, april 1967, Blain and C°, N.Y. Ruel 1. Avoid opposition, p. 3-4.

(2) L'étude de ROSE and NEWBOULD qui porte sur les "Take over bids" et les "deals" réalisés durant les mois de mars, avril, mai 1967, relève sur 56 cas, 7 contestés par les dirigeants de la société visée par l'offre.

(3) Cfr. exemple cité par W.S. RUKEYSER, Getting tough with tenders, Fortune, August 1967, p. 109.

(4) Des négociations paraissaient avoir été entamées au cours de l'année 1968. Sans succès. Devant le refus de St-Gobain, B.S.N. a lancé son O.P.A.

gera le promoteur initial à reviser les termes de son offre, ou du moins augmentera ses coûts en l'obligeant à un effort accru d'information auprès des actionnaires pour les convaincre.

Si la première offre se réalise avec l'accord des dirigeants de la société mise ainsi aux enchères, le promoteur disposera d'un atout important, pour justifier sa proposition auprès des actionnaires.

§ 3. Indices de vulnérabilité à l'O.P.A. agressive

L'O.P.A. agressive est souvent présentée comme un épouvantail, qui, à chaque instant, peut s'abattre brusquement sur n'importe quelle société, en prenant les dirigeants au dépourvu (1). Les différentes O.P.A. agressives semblent indiquer cependant que des dirigeants perspicaces doivent être sensibles à quelques indices annonciateurs d'une opération du genre et que par ailleurs, toute société n'est pas sujette à une O.P.A. agressive.

Pour être une victime potentielle d'une O.P.A. agressive, une première condition est requise: il faut que les dirigeants ne contrôlent qu'une faible part du capital social de la société, soit que les actions soient largement dispersées (2), soit que le groupe majoritaire se soit désintéressé du contrôle. Il semble qu'il faille particulièrement tenir compte des investisseurs institutionnels qui ont des réactions différentes de celles des actionnaires rentiers. Ils sont en effet plus tentés de prendre leur avantage lors d'une O.P.A. (3) Dans cette dernière hypothèse, l'O.P.A. ne sera souvent possible que moyennant un accord réalisé à l'insu des dirigeants avec le groupe majoritaire.

a) Cette condition préalable étant remplie, certains auteurs estiment pouvoir définir les caractéristiques de la société vulnérable à l'O.P.A. agressive. Selon ceux-ci, cette société aura:

- un faible taux de rendement par rapport à ses actifs;
- une politique de dividendes faibles;
- un excès de liquidités.

(1) Time: The Conglomerates' war to reshape Industry, p. 55, 7 March 1969.

(2) Les dirigeants de St-Gobain ne disposaient que de 1,4 % du capital de la société.

(3) WITHMAN, op. cit., p. 19.

Ceci implique que les dirigeants de la société sont inefficients et que c'est leur incapacité qui rend celle-ci vulnérable à l'agression d'un promoteur (1). Une étude américaine tend à confirmer cette hypothèse en comparant pour une cinquantaine de cas le taux de rendement de la politique de dividende et le taux de liquidité du promoteur de l'opération et de la société victime.⁽²⁾ Dans les deux tiers des cas, la société qui fait l'objet de l'offre a un rendement inférieur à celui du promoteur. Dans 60 % des cas une politique de dividende plus faible que celle pratiquée cinq ans avant. Cette étude conclut que dans 82 % des offres agressives examinées, c'est l'inefficience des dirigeants qui fut la cause de l'opération (3).

Par contre, Rose and Newbould, dans une étude effectuée sur 46 cas d'acquisition en Angleterre, prétendent infirmer l'hypothèse selon laquelle la société acquise a un rendement plus faible que l'acquéreur. Ils contestent aussi le fait qu'on puisse généraliser l'hypothèse d'après laquelle la société acquise a une plus grande liquidité que la société acquéreuse (4).

Les deux études sont cependant difficilement comparables. Celle de Rose et Newbould est beaucoup plus générale puisqu'elle porte à la fois sur des "take over bids" contestés et non contestés et sur des acquisitions directes tandis que celle de Taussig et Hayes ne porte que sur des cas d'offres agressives.

-
- (1) MUNDHEIM et FLUSCHER, cité par F. COHEN, op. cit., p. 194.
 MANNE HENRY G.: Mergers and the market for corporate control, Journal of Political Economy, Avril 1965, p. 112.
 ROBIN MARRIS: The economic theory of managerial capitalism, chap. 1, Macmillan, London, 1964.
- (2) HAYES and TAUSSIG: Are cash Take over bids unethical? Financial Analyst Journal, janv.-févr. 1967, p. 108.
- (3) Une remarque s'impose à propos de cette étude. Elle porte sur 50 cas sélectionnés par les auteurs selon des critères qu'ils n'estiment pas devoir préciser, ce qui force à ne citer cette étude qu'avec les plus expresses réserves.
- (4) ROSE and NEWBOULD, op. cit., p. 17.
 Pour la société acquise le réalisable atteignait en moyenne 29 % de l'immobilisé, contre 24 % pour la société acquéreuse.

Une société qui possède des liquidités importantes est souvent convoitée et lors de l'offre publique réalisée en 1964 sur les actions de la SOFINA, il semble que cet élément ait été déterminant.

Il est cependant difficile de trancher sur base d'études partielles. Mais il est certes erroné de conclure que l'offre publique ne s'adresse qu'à une société d'un rendement faible, avec de grandes liquidités (1).

b) Outre ces éléments intrinsèques à la société, des indices extérieurs doivent éveiller l'attention des dirigeants. Une offre d'acquisition agressive est généralement précédée de mouvements boursiers. Souvent le promoteur de l'offre se met à acquérir, systématiquement, en bourse des titres de la société qu'il convoite, et ce des mois avant l'opération d'O.P.A., afin de ne pas attirer l'attention. Il obtient ainsi une partie des titres à un prix inférieur à celui qu'il devra payer lors de l'O.P.A. et il augmente, d'autre part, ses chances d'obtenir la quantité de titres désirée. Au cas échéant, il pourra même utiliser les titres ainsi acquis pour maintenir le prix de l'action en dessous du prix offert lors du déroulement de l'O.P.A.

L'échec des pourparlers d'entente ou de fusion entre divers groupes constitue un autre indice. N'ayant pu aboutir par la voie de la négociation, une des parties, peut s'efforcer de réaliser la concentration souhaitée par un coup de force. Dans bon nombre de cas d'offres agressives, l'on apprend, en effet, que des pourparlers de concentration avaient eu lieu et que c'est leur échec qui a déterminé le groupe initiateur à lancer une offre aux actionnaires (2).

(1) COHEN, op. cit., p. 194. Cfr. infra finalités des O.P.A.

(2) La récente offre de B.S.N. confirme cette hypothèse. Elle a été précédée de pourparlers qui n'ont pu aboutir.

CHAPITRE IV

La Stratégie de la Contre-offensive

Les dirigeants menacés par une offre publique d'acquisition ont à leur disposition un arsenal fort complet de moyens de contre-attaque dont l'efficacité dépendra le plus souvent de la rapidité avec laquelle ils en font usage. Dans la lutte qu'ils engagent contre le promoteur de l'offre publique d'acquisition, les dirigeants jouissent d'un avantage réel qui se traduit par le nombre d'échecs d'offres agressives. Aux Etats-Unis on citait en 1967 une moyenne de 2 échecs sur 3 tentatives (1), ce qui explique la prudence des conseillers financiers en cette matière (2).

La récente lutte engagée par le Conseil d'administration de St-Gobain contre l'O.P.A. ou encore celle des Sucreries Say contre l'opération d'un Consortium Européen sont des exemples de l'ampleur et de l'efficacité des moyens qui peuvent être mis en oeuvre pour lutter contre une telle opération.

Plusieurs articles récents d'hebdomadaires américains sont révélateurs des pratiques en usage pour lutter contre les O.P.A. Ces pratiques visent deux objectifs, d'une part agir sur le cours de l'action et le propulser à la hausse, d'autre part raffermir le contrôle et la position des dirigeants.

(1) G.W. RUKEYSER, Getting tough with tenders, Fortune, 1967, p. 163.

(2) WITHMAN, op. cit., Rule 1: Avoid opposition (p. 3).

§ 1. Avant l'annonce de l'O.P.A. - Mesures préventives

Pour les dirigeants quelque peu perspicaces la lutte commence dès les premiers indices annonciateurs d'une O.P.A. prochaine (1). Avant toute annonce officielle, parfois des mois auparavant, plusieurs mesures efficaces peuvent être prises.

La première technique préventive consiste à faire hausser le cours de l'action. Pour ce faire il existe divers moyens, souvent utilisés concurremment. La société va d'abord entamer une campagne de relations publiques insistant spécialement sur sa valeur réelle et ses perspectives d'avenir. L'annonce de la mise à la disposition des actionnaires d'un dividende supérieur aux précédents contribuera à accroître la demande sur le marché et à freiner l'offre, ce qui engendra un redressement du titre (2). La division du capital social en un nombre plus élevé de parts est une autre mesure utilisée. L'effet psychologique de cette opération, qui est interprétée par l'actionnaire comme l'octroi d'un bonus [pour chaque ancienne action il reçoit en effet un nombre plus élevé de titres] se traduit par une hausse sur le marché boursier. Les nouvelles parts représentatives d'une action ancienne auront une valeur généralement supérieure à l'ancienne. Cette division oblige aussi le promoteur éventuel à prévoir une prime plus élevée par le seul fait qu'une action d'une valeur unitaire faible exige une prime proportionnellement plus forte. On changera parfois la politique comptable de la firme pour donner de celle-ci un visage nouveau et plus avantageux. Afin d'accentuer le mouvement de hausse, les dirigeants peuvent acquérir systématiquement en bourse des titres de leur société. Ces achats se feront, si la législation

(1) S. RUKEYSER, op. cit., p. 110.

(2) TAUSSIG and HAYES, Tactics of Cash Takeover bids, op. cit., p. 142. 148.
RUKEYSER, op. cit., p. 110.

le permet, avec les liquidités de la société elle-même (1), ou par l'intermédiaire de ses filiales ou d'un groupe ami. Cette mesure permet aussi aux dirigeants de renforcer leur contrôle sur la société, en augmentant le nombre de parts qu'ils possèdent directement ou indirectement.

Une mesure préconisée aussi pour renforcer le contrôle des dirigeants en place est l'octroi d'un droit de vote supplémentaire à un type d'action ou la restriction du droit de vote de certaines parts. Ceci n'est possible que si la législation tolère des actions à vote plural, ce qui n'est pas le cas en Belgique. Elle fut préconisée par le Conseil d'administration de St-Gobain lorsque se précisaient les rumeurs d'une O.P.A. Une mesure efficace peut être trouvée dans la conclusion d'un accord de vote ou encore dans l'utilisation de clause d'agrément et de préemption qui restreignent la libre cessibilité des parts.

Prises avant que l'O.P.A. ne soit lancée, ces diverses mesures risquent de forcer le promoteur éventuel à reviser sa position, voire à abandonner une opération devenue trop coûteuse pour lui. Un titre en hausse, un contrôle renforcé des dirigeants en place, l'obligent, en effet, à donner une prime plus élevée et accroissent ses risques d'échecs. Par contre, les mesures prises à une époque où l'offre n'est pas lancée demandent un effort sans doute soutenu mais d'une ampleur et d'un coût moins élevé que lorsqu'il faut entamer la lutte, l'O.P.A. étant rendue publique.

(1) Aux U.S.A. cfr. Public Law 90-439, 90th Congress S.510.
 En Belgique sur la jurisprudence de la Commission bancaire:
 PONLOT, op. cit., p. 228.
 DE VOGHEL et A. GREGOIRE, Le statut légal des Banques et le régime des émissions, 1949, p. 189.

§ 2. L'O.P.A. est publiée - Contre-offensive

Lorsque l'offre d'acquisition est rendue publique les dirigeants disposent certes des mêmes mesures, mais le temps qu'ils ont pour lutter efficacement est réduit. Il faut agir dans des délais courts et avec une intensité plus accrue pour faire échouer une offre dont les termes sont publics.

Dès l'annonce de l'offre, une lettre ouverte est adressée aux actionnaires. Elle les met en garde contre une décision hâtive en insistant sur la valeur réelle de leur société et sur le caractère peu réaliste de l'offre qui leur est proposée. Cette lettre publiée dans les heures qui suivent la publication de l'opération marque le premier pas de la lutte des communiqués qui vont suivre. Elle a pour but d'empêcher une acceptation prématurée et irrévocable des actionnaires. Si les firmes en présence sont puissantes la lutte des communiqués va, sous le couvert d'une campagne d'information, prendre le caractère d'une vaste campagne publicitaire s'adressant à l'ensemble du public et pour laquelle chacune des parties va s'attacher le concours de publicistes spécialisés. Les coûts publicitaires avancés par la firme B.S.N. lors de sa dernière O.P.A. sont révélateurs de l'importance d'une telle lutte (1). A la limite on pourrait justifier les dépenses publicitaires d'une O.P.A. comme frais de vente, tendant à accroître la production. Parallèlement à cette campagne publicitaire, qui n'est somme toute que marginale, la contre-offensive va se livrer sur le marché boursier. Les dirigeants menacés par l'O.P.A. vont s'efforcer de faire hausser la cotation du titre au niveau, et si possible au-delà, du prix offert par le promoteur. La méthode la plus efficace sera l'achat intensif et

(1) Expansion, février 1969, n° 16, p. 131.

Selon Interview de N.A. RIBOUD, Président directeur général, les dépenses occasionnées par l'offre publique d'achat représentent 5,5 millions de F.F., c'est-à-dire les 2/3 des dépenses de publicité de B.S.N.

systematique par la société elle-même, par ses filiales ou par un groupe ami suivant les contraintes juridiques et financières. Cette méthode se doublera d'une promesse d'un dividende accru.

Le promoteur de l'offre s'efforcera, par contre, de maintenir le titre en-dessous du prix offert en accroissant l'offre sur le marché boursier par la vente des titres qu'il a acquis ou que les groupes financiers qui l'appuient ont acquis avant l'offre (1).

Le recours à des groupes amis en vue d'une alliance ou même d'une fusion est une des mesures classiques de défense des dirigeants en butte à une O.P.A. Cela se traduit, au cas échéant, par une contre-O.P.A. ou une prise de participation réalisée grâce à une augmentation de capital. La société visée par l'O.P.A. peut à la limite se mettre à acheter des petites sociétés en offrant des participations en paiement.

Le recours à une action judiciaire contre le promoteur est un autre moyen auquel il est souvent fait appel. Ce recours peut, sous certaines législations, avoir un effet suspensif et donner un délai supplémentaire aux dirigeants pour réagir contre l'offre. Il jette d'autre part un doute et un certain discrédit sur le promoteur aux yeux de la masse des actionnaires. Souvent le fondement de l'action semble accessoire (2).

Ce bref examen des mesures dont disposent les dirigeants d'une société pour contrer une O.P.A. démontre, d'une part, l'importance de la lutte qui se livre sur le marché boursier (3) et d'autre part met

(1) Dans certains cas, le promoteur peut cependant décider de poursuivre pendant le délai de son offre, ses acquisitions en bourse et s'efforcer d'acquérir le contrôle par ce biais au risque de faire échouer l'offre. Ce fut le cas notamment lors de l'O.P.A. lancée par les Sucreries Beghin sur les titres de la Société Say.

(2) W.S. RUKEYSER, op. cit., p. 163.

(3) P. BALLEY, Banque, février 1969, p. 153-154.

en doute l'hypothèse selon laquelle la contestation, créée pour les actionnaires une ère nouvelle de transparence de la société (1). L'actionnaire retire certes un profit d'une lutte de ce genre, puisqu'il voit son titre atteindre des cotations qu'il n'espérait plus. Mais cela ne justifie pas le fait qu'il soit laissé sans protection dans la lutte d'intérêt qui se joue. Une protection minimum doit lui être garantie: à savoir une information claire et précise émanant des parties en cause pour lui permettre d'apprécier en connaissance de cause la position qu'il adoptera. Cette information doit pouvoir être contrôlée par un organe indépendant des intérêts en cause (2).

L'importance des moyens mis en oeuvre par les dirigeants d'une entreprise qui doit se défendre, pose cependant un problème. Les coûts de cette opposition doivent-ils être supportés par la société? Ce sont les dirigeants de celle-ci qui décident de mener l'opposition d'engager le patrimoine social de l'entreprise dans des coûts sur lesquels les actionnaires n'auront guère de contrôle.

Ils mènent une lutte pour garder le pouvoir de contrôle dont ils disposaient et leur intérêt coïncidera d'autant moins avec celui des actionnaires qu'ils possèdent une faible part d'actions. Leur attitude est motivée dès lors par le maintien d'avantages liés à leur place, tantièmes, appointements, prestige.

L'on peut donc se demander si, dans la plupart des cas, le fait d'engager cette opposition sert à l'objet social de la société et est compatible avec les pouvoirs de gestion qui sont ceux d'administrateur d'une société.

Une opposition menée dans l'intérêt de l'entreprise contre une offre qui vise à liquider la société à court terme, à la restreindre

(1) How to fend off a take-over, Fortune, février 1968, p. 83.

(2) S. COHEN, op. cit., p. 205.

à la transformer fondamentalement pourrait néanmoins se justifier (1). Dans les autres cas il nous semble que la responsabilité des administrateurs pourrait se voir engagée.

Une question similaire peut d'ailleurs se poser à propos des administrateurs de la société promotrice de l'opération. L'aventure dans laquelle ils lancent leur société peut en cas d'échec lui être gravement préjudiciable. (2)

(1) WEINBERG, op. cit., p. 289.

(2) Ceci soulève entre autres le problème de la protection des petits actionnaires et des recours que le législateur doit envisager de leur ménager. La nouvelle loi française du 24 juillet 1966, semble à cet égard leur permettre de tels recours: B. PIEDELIEVRE, Chronique, Gazette du Palais, 5-8 avril 1969, p. 4.

CHAPITRE V

Finalités de l'O.P.A.

L'offre publique d'acquisition peut être utilisée à des fins diverses. Cette technique, grâce à ses particularités, permet en effet de mener à bien certaines opérations difficilement réalisables au moyen des procédés classiques.

Les finalités poursuivies peuvent se classer en deux catégories principales. La première comprenant ce que nous appellerons des opérations marginales, parce qu'accessoire d'une opération principale, la seconde comprenant les opérations de prise de contrôle d'une entreprise par cette technique.

§ 1. Les opérations marginales

a) Intérêt des actionnaires

Lorsque le contrôle d'une société passe à un nouveau groupe à la suite de négociations privées avec les administrateurs de la société, les actionnaires minoritaires se trouvent placés devant un fait accompli. Le nouveau groupe de contrôle réorientera souvent fondamentalement la destinée sinon l'objet même de la société, en l'englobant dans un nouvel ensemble tout en lui laissant son entité juridique. L'actionnaire minoritaire n'a aucun pouvoir pour influencer d'une manière ou d'une autre sur le nouvel avenir de la société. Le seul recours qui lui reste, est de se désintéresser de la société en vendant ses titres sur le marché, souvent à un prix dévalué.

La Commission bancaire belge sensible à cet aspect des choses a été amenée à recommander, en pareille circonstance, au cédant, (en

l'occurrence le Conseil d'administration, qui cède sa participation) de prendre les dispositions pour assurer la protection des intérêts de tous les actionnaires, en subordonnant la cession à toutes mesures aptes à garantir l'égalité de traitement des actionnaires. Elle recommande pour ce faire le recours à une offre publique d'acquisition (1).

Utilisée à cette fin, la technique de l'O.P.A. supplée ainsi à une lacune législative et permet aux actionnaires minoritaires de se retirer dans des conditions honorables (2). Le droit anglais prévoit d'obliger le groupe majoritaire d'acquérir les parts des actionnaires en minorité.

On utilisera aussi l'O.P.A. lorsque une société non cotée en bourse a acquis le contrôle d'une société cotée en bourse et qu'elle envisage de demander le retrait de la cote. L'offre d'acquisition permettra aux actionnaires minoritaires de se retirer (4).

b) Intérêt de l'entreprise

La technique de l'O.P.A. pourra aussi être utilisée avantageusement pour faciliter et parachever une fusion ou une absorption. Lorsqu'une société en contrôle une autre, il peut être souhaitable

(1) Rap. an. C.B., 1965, p. 105-107.

(2) La Commission bancaire exerce un contrôle en vue, entre autres, d'assurer la protection des épargnants. Cfr. R. WITTERWULGHE, Aspects réglementaires des O.P.A. en Belgique. Texte stencylé.

(3) VAN OMMESLAGHE, Le régime des sociétés par actions et leur administration en droit comparé, Bruylant, 1960, p. 52.

(4) Ce fut le cas, semble-t-il, pour l'offre d'achat contre espèces des actions des Mines d'Ajustrel, S.A., par COMICHIM en novembre 1965.

d'acquérir la totalité des actions. L'article 209 de la loi anglaise prévoit qu'une société qui a acquis 90 % du capital d'une autre peut obtenir par le biais d'une décision judiciaire les 10 % restant aux mains d'actionnaires aux mêmes conditions que celles de l'acquisition précédente (1). L'O.P.A. pourra, au cas échéant, suppléer une telle disposition. Plusieurs offres qui ont été réalisées en Belgique présentaient cette caractéristique, aussi l'O.P.A. lancée par le groupe Lang en 1963 sur les titres de la Société Nouvelle Tanneux Moderne belge répondait à ce but. Le groupe Lang possédait déjà 90 % du capital social et désirait acquérir le solde pour procéder à une fusion (2).

Une société qui en contrôle une autre peut pour diverses raisons compléter sa participation. La raison en sera souvent fiscale. Pour bénéficier de certains avantages, tels qu'éviter une double imposition, une société mère est amenée à renforcer sa participation sur une filiale. L'O.P.A. sera le seul moyen d'y arriver dans des délais courts si les titres sont dispersés. La raison peut être spéculative. Une société mère parfaitement informée des perspectives brillantes d'une filiale, et tenant compte du bas niveau de cotation du titre de la filiale peut recourir à une O.P.A. pour acquérir à bon compte une quantité de titres de cette filiale.

La Petrofina par vagues successives, en 1964, 1966 et 1967 a recouru à la technique de l'O.P.A. pour compléter sa participation sur ses filiales, notamment l'American Petrofina et la Canadian Petrofina.

Une entreprise qui possède le contrôle même majoritaire d'une société peut désirer éliminer du marché une catégorie d'actions pri-

(1) VAN OMMESLAGHE, op. cit., p. 52.

WEINBERG, op. cit., chap. 14, p. 143 à 162.

(2) Recueil Financier 1962, p. 1375.

1963, p. 1604.

vilégiées. Ces actions nuiront au rendement de l'investissement qu'elle a réalisé. La technique de l'O.P.A. sera alors choisie pour acquérir auprès des actionnaires cette seule catégorie de titres. L'offre publique de Schlitz d'acquérir les actions privilégiées de la Brasserie de Ghlin dont elle a acquis le contrôle peut être motivée par une telle finalité (1).

L'offre publique d'échange peut être utilisée à la rigueur pour faciliter la restructuration d'un groupe suivant les modalités de l'échange, l'une des sociétés deviendra la société leader du groupe.

§ 2. La Prise de Contrôle (2)

L'offre publique d'acquisition doit son prestige aux opérations de prise de contrôle d'une société qu'elle permet de réaliser dans des circonstances où, le plus souvent, les moyens classiques de la négociation directe, ou de l'achat systématique en bourse, ne le permettraient pas ou du moins difficilement.

Les caractéristiques spécifiques de cette technique d'acquisition des actions d'une société permettent de poursuivre, dans la prise de contrôle d'une entreprise, des buts fort différents: un but purement spéculatif, une efficience interne accrue, une croissance externe accélérée.

a. But spéculatif.

L'O.P.A. fut parfois utilisée à des fins exclusivement spéculatives. Un groupe s'empare d'une société dont les titres sont sous évalués pour la mettre en liquidation et réaliser ses actifs avec profit.

(1) O.P.A. du 9 décembre 1968 au 9 janvier 1969, portait exclusivement sur les 118.000 parts privilégiées encore dans le public à cette date.

(2) Sur la notion de contrôle: C. CHAMPAUD, Le pouvoir de concentration de la Société par actions, Sirey, 1962, p. 105 et s.

Ce genre d'opération est possible lorsqu'aucune exigence minimum d'information sur les intentions du promoteur de l'offre n'est requise et lorsque l'opération n'est soumise à aucun contrôle. Ce fut le cas, aux Etats-Unis, jusqu'en août 1968 pour les offres publiques d'achat (1). Celles-ci semblent de ce fait avoir été considérées longtemps par les milieux d'affaires comme déloyales (2).

La France fut le théâtre en 1964, d'une opération de ce genre. Le 1er avril, un groupe américain offrit d'acquérir à 55 \$ pièce 820.000 actions de la société Franco Wyoming. Le titre était coté en bourse à 35 \$. Cette société, bien que de droit américain, avait ses titres largement répandus dans le public français. Les administrateurs de la société étaient français. Cette offre agressive les avait surpris et malgré une contre-offensive vigoureuse, elle réussit. Lorsque le groupe eut ainsi acquis le contrôle de la société, ils décidèrent de la mettre en liquidation, la valeur retenue pour l'action fut de 85 \$ pièce (4).

Ce cas est resté, semble-t-il, unique en son genre en France. Le contrôle pratiqué par la Chambre syndicale des agents de change depuis 1966 rend d'ailleurs une telle opération fort peu probable (5).

-
- (1) Law 90-439, 90th Congress S510 (for full disclosure of corporate equity ownership of securities) 29 July 1968. Cfr. pour le commentaire de cette loi et les règles provisoires adoptées en vertu de celle-ci par SEC: E.C. SCHMULTS and E.J. KELLY: Disclosure in connection with take over bids, *The Business Lawyer*, novembre 1968, p. 19 et s.
 - (2) COHEN, op. cit., p. 204.
R.A. TAUSSIG and S.L. HAYES, Au Cash Take-over bids Unethical, *Financial Analyst Journal*, January, February 1967, p. 107-111.
 - (3) R.A. TAUSSIG and S.L. HAYES, Tactics of cash Take-over bids, op. cit., p. 138.
 - (4) TROCHU, Les offres publiques d'achat, *Rev. Trim. Droit Com.*, p. 701.
 - (5) Année Boursière 1966, p. 108.

b. Efficience interne.

L'offre publique d'acquisition est souvent présentée comme la sanction de l'inefficience des dirigeants d'une société. A ce titre elle est considérée comme un instrument qui rend plus concurrentiel le marché du management. L'offre agressive contraint, en effet, les dirigeants d'une société, à céder leur place à un nouveau management, ou du moins à adopter des méthodes de gestion plus efficaces.

L'idée de ce marché repose sur l'hypothèse qu'il existe une étroite corrélation entre la qualité des dirigeants et la valeur de l'action sur le marché (1). Une entreprise gérée par des dirigeants particulièrement inefficients aura un rendement par action plus faible que la moyenne du secteur. Dans la perspective d'une tendance à l'égalisation des rendements sur le marché des capitaux, la valeur de ces actions tendra à baisser et à se situer à un niveau inférieur à celui de la valeur potentielle de l'actif de l'entreprise. Les actifs pourront être acquis "at a discount" par un entrepreneur dynamique, grâce à une offre publique agressive (2).

Le management inefficent se présente le plus souvent sous la forme de dirigeants "conservateurs" qui adoptent une attitude passive vis-à-vis du marché (3). Le rendement de la société est affecté par un tel type de management sous la forme de ce que CYERT et MARCH ont appelé "the organizational slack" ou excédent d'organisation (4). Cet excédent peut prendre une double forme. D'une part, il peut s'agir

(1) R. MARRIS, op. cit., p. 18 et 30.

H.J. MANNE, op. cit., p. 112.

R.A. TAUSSIG and S.L. HAYES, Are cash take-over bids unethical?, op. cit., p. 108.

(2) WEINBERG, op. cit., p. 21.

(3) R.A. TAUSSIG and S.L. HAYES, op. cit., p. 108.

(4) CYERT and MARCH, A behavioral theory of the firm, Prentice Hall, 1964, p. 36.

d'avantages indus que s'attribuent les dirigeants grâce à leur position institutionnelle dominante: appointements ou tantièmes gonflés, dépenses de prestige, staff démesuré ne correspondant pas à un service productif réel, mais à la fonction d'utilité de la direction(1). D'autre part cet excédent peut simplement traduire une incompétence ou une ignorance vis-à-vis des combinaisons techniques les plus efficaces ou des méthodes de gestion les plus rationnelles.

Une telle situation ne peut se maintenir qu'en l'absence de pressions concurrentielles sur le marché des produits, ce qui semble être le cas dans certains secteurs. Aux yeux de certains auteurs, l'O.P.A. pourrait alors être le substitut à ces pressions concurrentielles. Elle va exercer une pression sur le management inefficace. Au cas échéant, elle permet son remplacement par une nouvelle direction qui va stimuler l'efficacité interne de l'entreprise et accroître son rendement (2).

c. Croissance externe.

L'offre publique d'acquisition d'un nombre de titres suffisant pour acquérir le contrôle d'une société est utilisée surtout comme un moyen de croissance externe. En Grande-Bretagne, particulièrement, cette technique a permis de réaliser bon nombre de concentrations, et depuis ces dernières années aux Etats-Unis et en Europe continentale, le recours à l'O.P.A. s'inscrit dans le cadre d'un mouvement de concentration, particulièrement des sociétés importantes (3).

(1) JACQUEMIN, op. cit., p. 73.

Il est intéressant de noter à ce propos que l'étude de R.J.MOMSEN, J.S. CHIU et D.E. COOLEY, The effect of separation of ownership and control on the performance of the large firm, in Quarterly Journal of Economics, 1966, p. 435. Les auteurs concluent que les sociétés dirigées par les propriétaires ont un rendement supérieur à celles dirigées par un management qui possède le pouvoir de contrôle.

(2) R. MARRIS, op. cit., p. 29.

(3) H.B. ROSE and G.D.NEWOULD, op.cit., p.10: Types et importance des catégories d'acquisition dans l'échantillon pris en 1967.

Cette technique permet de prendre une participation importante dans des délais relativement courts et elle peut donner le contrôle d'une société même à l'encontre de la volonté des dirigeants. Elle offre aussi, semble-t-il, l'avantage de conférer un certain prestige et une certaine publicité à ceux qui réalisent l'opération. Ce qui à la limite pourrait éventuellement déterminer le choix de cette technique de l'O.P.A.

L'entreprise par le biais de l'O.P.A. va accroître son pouvoir économique (1) par la possibilité de disposer du patrimoine d'une autre société. Une concentration par groupe d'entreprises se constitue. Le groupe d'entreprises ainsi créé se caractérise par une unité de décision économique et une unité de contrôle (2). Cette première phase peut, le cas échéant, déboucher sur une intégration juridique, qu'il s'agisse d'une fusion ou d'une absorption.

En pareille hypothèse, les buts poursuivis par le promoteur seront ceux de toute société recherchant une croissance externe. Cela permettra sans doute de procéder à diverses rationalisations et de bénéficier dès lors d'économies d'échelles bien que l'on conteste parfois que la concentration par groupe de sociétés procure de tels avantages.

Le but le plus souvent poursuivi sera de transformer la structure du marché concurrentiel qui était celui du promoteur. En acquérant un concurrent, il accroît sa part de marché et donc réduit le degré de concurrence existant. En acquérant une entreprise dans un autre

(1) Sur le pouvoir de l'entreprise cfr. A. JACQUEMIN, L'entreprise et son pouvoir de marché, Louvain, 1967.
P. de WOOT, Pour une doctrine de l'entreprise, Seuil, 1968, chap. V, p. 142 à 157.

(2) C. CHAMPAUD, op. cit., p. 211.
VAN OMMESELAGHE, L'application des articles 85 et 86 du Traité de Rome aux fusions, aux groupes de sociétés et aux entreprises communes, Rev. Trim. Droit Européen, juil.-sept., 1967, p. 30.

secteur, il accroît sa dimension absolue et peut réduire la concurrence potentielle.

La prise de contrôle par le Consortium Européen de Sucreries des Sucreries Say, a changé la structure concurrentielle du marché du Sucre en Europe. La tentative de B.S.N. de s'emparer du pouvoir de St-Gobain aurait changé les cadres du marché du verre en accentuant le phénomène de concentration abordé par le biais d'ententes et de pratiques concertées.

L'acquisition de ressources rares peut être une autre finalité. En s'emparant du contrôle d'une société, on peut chercher à acquérir une licence, un brevet, des liquidités ou même des dirigeants particulièrement efficaces que possède cette société. La firme Texaco, lorsqu'elle s'est implantée sur le marché de l'Allemagne de l'ouest s'est trouvée confrontée au problème de la création d'un circuit de distribution pour ses produits pétroliers. Elle avait le choix de procéder à la création de son propre réseau ou d'acquérir un réseau existant.

La société allemande Deutsche Erdöl A.G. possédait un réseau de distribution de 3.600 postes d'une valeur approximative de 1 milliard de D.M. Sa rentabilité était faible (1), et ne possédant pas de sources d'approvisionnement, elle dépendait d'autres sociétés. Ses actions étaient réparties entre de nombreux petits porteurs. Texaco décida de prendre le contrôle de cette société au moyen d'une offre publique d'achat qui portait sur un minimum de 50 % des titres.

(1) Die Welt, 22-4-1966.

CONCLUSIONS

En conclusion, il est dangereux de voir dans l'O.P.A. la panacée qui est parfois présentée.

Ce n'est qu'à travers une analyse technique qu'il est possible de juger une offre publique d'acquisition. Comme tout instrument, elle peut en effet servir des fins multiples.

Dès lors, qualifier a priori cette technique de bonne ou de mauvaise serait erroné: tout dépend de l'usage qui en est fait.

Il en est ainsi pour l'actionnaire. S'il est exact que l'O.P.A. lui permet d'obtenir un prix supérieur à celui du marché, ce prix ne correspond pas nécessairement à la valeur intrinsèque de l'action telle qu'elle pourrait se révéler dans une éventuelle liquidation ou sous l'impulsion d'un nouveau management. Il convient de rappeler que par elle même l'O.P.A. n'assure pas l'information globale de l'actionnaire. Elle peut en outre mettre en péril l'égalité des actionnaires dans le cas où l'offre est partielle.

Vis-à-vis de la Bourse, l'O.P.A. est présentée comme un ballon d'oxygène qui réanime le marché: mais son effet y est souvent de courte durée. Cette animation boursière peut traduire des mouvements spéculatifs et couvrir des opérations sujettes à critiques.

En ce qui concerne les travailleurs, la technique de l'O.P.A. les ignore. Ils sont mis devant un fait accompli, alors que cette opération peut, lorsqu'elle vise le contrôle d'une entreprise, changer fondamentalement la destinée de celle-ci.

Enfin, au niveau de l'intérêt général, l'O.P.A. peut, en permettant d'acquérir une entreprise, accroître l'allocation efficiente des ressources, tant à l'intérieur des entreprises, grâce notamment à une

meilleure utilisation des actifs, qu'entre les entreprises, grâce notamment aux avantages nés de la grande dimension et des économies d'échelles.

Mais l'O.P.A. n'a pas nécessairement de tels effets. Elle peut simplement viser une restriction de la concurrence et, à ce titre, avoir des effets plus ou moins néfastes.

Etant donné les aspects multiformes de l'O.P.A., il n'est guère possible d'établir une règle générale. Les pouvoirs publics devront donc être particulièrement circonspects en étudiant, dans chaque cas, les effets attendus pour les actionnaires, la Bourse, les travailleurs, l'allocation efficiente des ressources.