L'invité

Dispositif de défense lors d'OPA: l'éventail des possibilités et les limites

Matthias Courvoisier et Philippe Jacquemoud*

** Avocats chez Baker & McKenzie*

Pendant ces dernières années un nombre toujours plus important d'offres publiques d'achat inamicales ont été lancées en Suisse. Les sociétés cibles ont été acquises dans l'espoir de voir leur valorisation augmentée. Une acquisition permet notamment un changement de stratégie par le renouvellement de l'équipe de direction et la réalisation de substantielles économies d'échelle.

Après de longues batailles, le plus souvent très onéreuses, la plupart des offres inamicales ont été couronnées de succès. Lors des offres sur Leica, Converium et Saurer, les entreprises à l'origine de l'offre publique sont arrivées à leur fin tandis que lors de celles sur Saia Burgess et SIG des concurrents ont décroché la timbale. De simples actionnaires minoritaires se sont pour leur part emparés du contrôle de Von Roll et Oerlikon. Lors d'autres tentatives de prise de contrôle d'une société par d'importants actionnaires minoritaires, la société cible a néanmoins réussi à obtenir de ces actionnaires la conclusion d'accords de «soumission», dont la validité laisse circonspect.

Lorsque la bataille est lancée par l'annonce de l'offre publique d'achat, le dispositif de défense statutaire est presque impossible à mettre en œuvre

En raison du nombre croissant d'offres inamicales, plus d'un conseil d'administration se demande comment protéger efficacement son entreprise de ce phénomène. Avant toute stratégie de défense juridique, il faut rappeler que la meilleure défense préventive est un bon management car il permet de garder le cours de l'action au niveau correspondant au potentiel de la société. Une action élevée est de loin la meilleure stratégie pour ne pas être racheté.

Parmi les mesures préventives de défense (avant que l'offre ne soit lancée), le dispositif de défense statutaire est particulièrement prisé[1]. Des restrictions concernant le maximum de droits de vote conférés à une personne peuvent figurer dans les statuts. A des conditions bien précises, de telles restrictions peuvent également être introduites contre un éventuel repreneur ou un gros actionnaire.

La limitation des droits de vote, bien qu'en apparence très efficace et en pratique gênante, n'est néanmoins pas très efficace lorsqu'un bon prix est offert et que l'offre est soumise à la condition que cette clause des statuts soit supprimée. Même si l'offreur n'est pas en mesure de convoquer seul une assemblée générale, il trouvera normalement suffisamment d'actionnaires désireux de vendre qui la convoqueront pour lui.

Les limitations des droits de vote sont en revanche plus efficaces pour empêcher de gros actionnaires minoritaires d'exercer un contrôle sur la société. Le cas de SIG est à cet égard éloquent. En 2006, des petits actionnaires ont essayé de faire élire plusieurs de leurs représentants au conseil d'administration et leur velléité a été stoppée net par une clause statutaire prévoyant une restriction des droits de vote pour les groupes d'actionnaires.

En plus de la limitation des droits de vote lors de l'assemblée générale, des clauses restreignant le transfert des actions, dont la validité est limitée, peuvent être inscrites dans les statuts. C'est par exemple le cas pour les actions détenues en fiducie. Si le nouvel actionnaire se refuse à déclarer qu'il détient les actions pour lui-même, le conseil d'administration peut bloquer son inscription dans le registre des actionnaires. La pratique a même montré que cette clause interdisant la fiducie a été brandie contre des sociétés qui se refusaient de dévoiler leurs propres actionnaires. Cette pratique nous paraît douteuse et le conseil d'administration qui oppose de la résistance à l'inscription de ce nouvel actionnaire pourrait être actionné en responsabilité pour les éventuels dommages engendrés par le blocage. L'assurance de l'administrateur pourrait même peut-être dans un tel cas refuser de couvrir le dommage.

Les statuts peuvent aussi prévoir qu'un transfert des actions peut être refusé par le conseil d'administration si le nouvel actionnaire détient une participation supérieure à un certain pourcentage. L'offreur doit dans ce cas, comme dans celui de la limitation des droits de vote, soumettre son offre à la condition que l'assemblée générale de la société cible vote la suppression de cette clause des statuts.

Une autre mesure est la possibilité d'inscrire dans les statuts que la destitution de plus d'un tiers du conseil d'administration ainsi que la modification du nombre d'administrateurs requiert un quorum très élevé. Ceci signifie que le repreneur doit attendre une année avant de pouvoir placer ses propres administrateurs à la tête de la société cible. Le tribunal fédéral a par le passé déjà couvert une telle clause mais sa validité reste très controversée.

Lorsque la bataille est lancée par l'annonce de l'offre publique d'achat, le dispositif de défense statutaire est presque impossible à mettre en œuvre. La raison en est simple. Les actionnaires de la société cible ne veulent pas de ces mesures qui mettent en péril l'offre publique et peuvent leur faire perdre la prime accompagnant l'offre. Le droit régissant les OPA impose pour sa part toute une série de restrictions au conseil d'administration de la société cible lorsque l'offre a été annoncée. Il ne peut par exemple ni vendre certains actifs de la société ni l'endetter sans l'accord de l'assemblée générale. Cette interdiction empêche la plupart du temps une contre-attaque de la société cible contre l'offreur (Pac-Man-Defense). L'achat par la société cible de ses propres actions dans le but de maintenir le cours de l'action ou dans le but de favoriser un certain cercle d'actionnaires favorables au conseil d'administration n'est également pas conseillé car un tel comportement peut violer le principe d'égalité des actionnaires et porter préjudice au bilan. Le conseil d'administration encourt une lourde responsabilité s'il contrevient à ces règles.

Si une offre publique d'achat attractive est lancée et que le conseil d'administration ne peut que difficilement la refuser, il peut toujours essayer d'obtenir un meilleur prix en cherchant une offre concurrente. Le temps et la complexité de l'offre jouent alors un rôle important. Dans le cas de SIG, le facteur „temps «a permis à un concurrent de décrocher la cible car l'offre a été tirée en longueur à cause de certaines innovations apportées par l'offreur. Les longs délais, l'originalité du prospectus ou d'autres mesures peu conventionnelles de l'offreur ne sont pas très conseillés si ce dernier veut voir son offre aboutir.

1. Puisque toutes ces dispositions statutaires peuvent être supprimées lors d'une assemblée générale, seuls des quorums très élevés leur permettent de déployer pleinement leur effet de nuisance. L'abolition de ces dispositions statutaires requiert ainsi très souvent que trois quarts des actionnaires l'acceptent lors de l'assemblée générale. L'offreur ne peut donc se contenter de 51% des droits de vote.

Analyse

L'OPEP prise au piège du pétrole cher

Pierre Veya

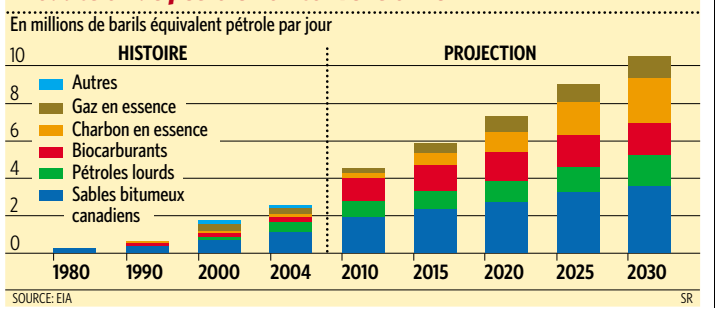
Les cours du pétrole semblent se rapprocher chaque jour davantage des 100 à 110 dollars le baril, le plafond atteint lors du deuxième choc pétrolier (Révolution iranienne, 1979). Cette tendance à la hausse inquiète les consommateurs et plus encore les producteurs, en particulier les membres du cartel de l'OPEP. Car à plus de 70 dollars le baril, si le cash coule à flot, les mesures pour économiser l'énergie deviennent une affaire très rentable et les prix élevés encouragent les combustibles de substitution comme les biocarburants ou l'extraction des pétroles non conventionnels. A mi-novembre, l'OPEP va se réunir et décidera sans doute d'ouvrir les vannes de la production pour détendre la situation et briser les reins des spéculateurs. Mais la réussite de cette stratégie classique n'est pas garantie. Car l'OPEP, malgré tous ses discours, dispose d'une marge de manœuvre très réduite. L'Arabie saoudite, qui fait office de banque centrale du pétrole, n'a plus la souplesse qui fut la sienne durant les dernières crises géopolitiques.

Pendant près de vingt ans, les prix déprimés ont mis à mal les capacités d'extraction et de livraison. C'est d'ailleurs cette neutralisation physique de la production qui incite les spéculateurs à prendre des risques insensés; ils misent cyniquement sur les tensions politiques qui, sans être très graves, suffisent à maintenir les cours élevés du brut. Quant aux francs-tireurs du marché pétrolier (Russie, Venezuela, Iran), leur politique nationale a dissuadé les investisseurs étrangers; ils sont dans l'incapacité d'augmenter significativement leur production. A terme, le royaume des Saouds pourrait se retrouver dans une situation qu'il a cherché par tous les moyens à éviter: devoir autoriser des forages étrangers sur ses terres pour reconstruire des capacités d'extraction qui mettraient le monde à l'abri d'un nouveau choc pétrolier. Si l'OPEP échoue, l'extraction des sables bitumineux de l'Alberta (Canada) ou les pétroles lourds du Venezuela vont devenir une menace redoutable pour les producteurs du cartel. L'OPEP connaît les seuils: à moins de 40 dollars, les pétroles non conventionnels resteront marginaux; au-delà ils pourraient briser tout pouvoir de régulation de l'OPEP. D'autant que ces nouveaux gisements entreront en production en parallèle de la transformation du gaz et du charbon en carburants synthétiques, procédés dont la rentabilité économique se situe autour des 50 à 70 dollars le baril. L'entrée en scène des «nouveaux» pétroles, qui représenteraient près de 10% de la production pétrolière en 2030, nous éloigne sans doute d'une bonne vingtaine d'années du fameux «pic» pétrolier annoncé par certains géologues pour 2015-2020. Cette «bonne nouvelle» est toute relative. Car si la menace d'un épuisement physique rapide paraît certes peu réaliste, une catastrophe écologique est,

Les «nouveaux pétroles» nous éloignent du choc pétrolier mais seront un désastre écologique

elle, programmée. L'extraction des pétroles lourds, le raffinage des sables gorgés d'hydrocarbures de l'Alberta, auxquels on peut ajouter la production de pétrole synthétique à partir du charbon ou du gaz, exigent une débauche d'énergie et entraînent une pollution massive des cours d'eau. Selon certaines études, ces nouveaux pétroles multiplient par deux ou trois les quantités de gaz à effet de serre pour la même unité d'énergie produite. Sachant que d'ici 2030 la quantité de pétrole consommée va augmenter de 40%, on devine sans peine le cauchemar environnemental qui va s'abattre sur la planète. Le MIT (Massachusetts Institute of Technology) a multiplié les mises en garde, demandant au président des Etats-Unis et au Congrès de s'opposer fermement à la mise en œuvre de ces techniques sans mesure de séquestration des gaz à effet de serre et programmes de sauvegarde des cours d'eau. Plus récemment, un groupe d'experts, dirigé par le physicien Steven Chu (Prix Nobel) et le Brésilien José Goldemberg et mandaté par les gouvernements chinois et le président Lula, a plaidé pour l'interdiction de tous les procédés qui ne comporteraient pas de séquestration des polluants. Selon ces experts, il est indispensable d'introduire une taxe carbone de 100 à 150 dollars pour induire un processus d'assainissement des filières énergétiques et encourager les économies d'énergie. Dans un rapport de synthèse, ces experts des meilleures académies scientifiques du monde considèrent que les pays en voie de développement font fausse en route en plaidant un «droit de rattrapage». Ils considèrent que les pays pauvres doivent au contraire tout mettre en œuvre – avec l'appui des pays développés – pour adopter les technologies les plus propres et développer massivement les énergies renouvelables. Ce changement de cap ne sera possible qu'avec des taxes incitatives. Ils n'excluent pas l'option nucléaire mais pensent que sa part restera faible, à moins d'une rupture technologique significative et d'une solution aux risques de dissémination. Leur plaidoyer se termine par un rappel cruel: jamais les menaces environnementales n'ont été aussi massives et les budgets des Etats et de l'économie privée consacrés à la recherche sur l'énergie aussi faibles, comme si nous n'avions pas compris que les questions posées aujourd'hui seront nos problèmes de demain.

Production de pétrole non conventionnel



Périscope

10 milliards d'euros de subventions au biofuel!

● Le biofuel est subventionné à un point incroyable, selon Martin Wolf, éditorialiste du *Financial Times*. A l'aide de soutien aux groupes d'intérêts, le coût des subventions au biofuel atteint 9 à 10 milliards d'euros par an, selon une étude («Biofuels, At What Cost?» *www.globalsubsidies.org*). Pourtant, la part du fuel à l'offre d'énergie qui sert au transport n'est que de 3%. Il est prévu de la faire grimper

FINANCIAL TIMES

à 30%. Cela coûtera donc 150 milliards de dollars par an. La subvention de l'éthanol par litre d'essence est de 1 dollar dans l'Union européenne. Le soutien au biodiesel atteint 1 dollar en Suisse. La subvention est donc l'équivalent au coût total d'un litre d'essence. En outre, son emploi ne diminue que faiblement les émissions de CO_2 (18% pour l'éthanol). Il est donc temps de tirer les leçons de la pénible expérience des soutiens à la politique agricole. Créons un prix global du carbone et un marché libre du biofuel.

La France, ce pays qui ne veut pas travailler

● Le principal enseignement que tire l'éditorialiste du *Figaro* du rapport du World Economic Forum sur la compétitivité des pays vient du rang de l'Allemagne (5e), preuve qu'un grand pays européen affligé d'un système social lourd est capable de changer et de renouer avec la compétitivité. La France n'occupe que le 18e rang et pâtit de la réputation calamiteuse de son droit du travail, qui représente un carcan anachronique. La nouvelle grève des transports confortera d'ailleurs les préjugés sur la France, pays qui ne veut pas travailler. *Le Figaro* aimerait qu'un pays qui a toujours fait du rang de la France dans le monde une fixation se mobilise un peu. Entre les beaux esprits de la haute fonction publique qui préfèrent jeter le discrédit sur les critères et une intelligentsia qui a choisi le «déclinomasochisme» plutôt que l'action, il reste peu de place pour la reconquête. Comme sur un terrain de sport, c'est le mental qui compte.

Si le WEF parvient à voir la lumière, qui est le meilleur?

● Le *Wall Street Journal* s'en était pris l'an dernier aux critères employés par le WEF pour son classement des pays. Le rapport mettait trop de poids sur les déficits commerciaux et fiscaux ainsi que sur le taux d'épargne. Cette fois, «le rapport sur la

THE WALL STREET JOURNAL.

compétitivité est plus compétitif». Il se base sur l'efficacité et la taille. Ainsi les Etats-Unis arrivent en tête. Le journal s'en félicite. Il reconnaît toutefois la justesse des critiques à l'égard des Etats-Unis. Le pays souffre en premier d'une trop lourde fiscalité. Il ajoute que ce rapport devrait être une leçon pour l'Union européenne, où le problème majeur est l'inflexibilité du marché du travail.

Chaque pluie diluvienne est-elle un événement?

● Le professeur d'économie Silvio Borner, dans sa chronique à la *Weltwoche*, s'en prend à la politique de l'énergie de Moritz Leuenberger. Il s'appuie sur une étude d'Ecoplan sur les modestes effets du changement climatique sur la Suisse et critique Kyoto. Il demande d'abandonner «l'hystérie médiatique». Les visions et utopies d'une société à 2000 watts, la sortie du nucléaire, la foi enfantine envers le solaire, l'énergie éolienne et la biomasse deviennent dangereuses lorsqu'elles ne sont pas seulement employées dans la propagande électorale, mais aussi mises en pratique.

Emmanuel Garessus