

INTRODUCTION A L'INGENIERIE FINANCIERE

Les opérations d'ingénierie financières qui sont traitées dans le cadre de ce cours sont en relation directe avec la notion de prise de contrôle. Les motivations pour lancer de telles opérations qui se traduisent souvent par le rachat de société (croissance externe) sont économiques et financières.

Les motivations économiques sont les facteurs les plus naturels de la croissance externe. Elles se manifestent par l'incapacité d'une entreprise à augmenter ou même à maintenir son volume d'activité (chiffre d'affaires, profits, etc.) avec la gestion de ses produits traditionnels. Elles se justifient également par la volonté de pénétrer avec succès des marchés étrangers, rapidement et avec des risques réduits, au moyen du rachat de sociétés déjà implantées sur les marchés visés. Elles peuvent enfin se trouver dans l'opportunité d'acheter des produits à forte notoriété.

Les justifications financières sont essentiellement liées à d'éventuelles sous-évaluations des titres de la société cible. Elles peuvent avoir également comme objectif le verrouillage, c'est-à-dire la fermeture boursière, de cette société. C'est souvent le cas de sociétés à restructurer qui subissent une OPA (Offre Publique d'Achat) de la part de l'actionnaire majoritaire. Le but généralement avoué, est la radiation de la cote. Enfin, on peut également recenser deux grands types de synergies à la base d'opérations particulières, les synergies financières et fiscales.

Ces prises de contrôle nécessitent des montages particuliers.

CHAPITRE 1. LA NOTION DE GROUPE ET DE HOLDING

1 Définition du groupe

Un groupe est généralement défini comme un ensemble de sociétés qui ont chacune leur existence juridique propre, ayant un lien en capital direct ou indirect, et dont l'une d'entre elles détient le contrôle effectif du groupe. Elle est appelée société mère.

Le groupe est avant tout né d'un constat économique que la législation tente depuis quelques années de définir. Des définitions précises du groupe par rapport aux différents problèmes soulevés par la consolidation par exemple, sont apparues dans le domaine fiscal et comptable. De même, au point de vue social, une jurisprudence a précédé les dispositions légales concernant l'appartenance des salariés à un groupe plutôt qu'à une société.

Il faut être très prudent avec le terme «contrôle» utilisé dans la définition. En ce qui concerne les sociétés anonymes, d'un point de vue juridique, 2/3 du capital donnent la majorité absolue (grande majorité), plus de 50 % la majorité simple et plus de 1/3 la minorité de blocage. D'un point de vue économique, qui est le nôtre, la notion de contrôle est liée au seuil qui permet d'obtenir le contrôle effectif et dépend de la répartition du capital dans le public. Ainsi, une société détenant 45 % des actions d'une société cotée en Bourse, dont les 55 % seraient répartis à hauteur de 15 % à un institutionnel et 40 % dans le public, aurait le contrôle de celle-ci.

2 Différentes formes de groupe

Les différents groupes peuvent être classés en fonction des objectifs qui ont justifié leur constitution :

- les groupes poursuivant un objectif de concentration verticale (pétrole),
- ceux qui recherchent une concentration horizontale (automobile),
- les conglomérats dans lesquels les activités sont menées en parallèle, sans qu'elles aient de liens entre elles,
- les multinationales assurant des débouchés sur des marchés étrangers.
- En contrôlant l'ensemble des filiales, le holding va servir d'instrument d'organisation économique d'un groupe.

3 Les holdings

L'origine étymologique anglo-saxonne se trouve dans le verbe «to hold» qui signifie détenir. Une société holding détient donc des participations dans d'autres sociétés. Mais ses activités ne se réduisent pas à la gestion d'un portefeuille d'actifs financiers. Elle a souvent, en plus, vocation de regrouper des actionnaires qui participent à la gestion du groupe.

1. CARACTÉRISTIQUES DES SOCIÉTÉS HOLDINGS

Les deux principales caractéristiques d'un holding sont de permettre, de prendre, de conserver ou d'accroître le pouvoir, tout en réalisant un fort effet de levier de capital.

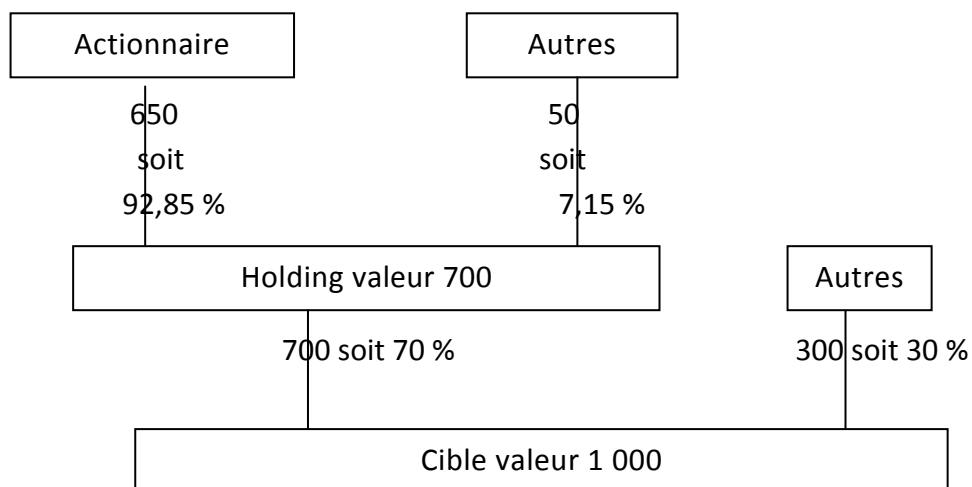
Exemple d'accroissement du pouvoir

Le schéma 20. 1 permettra de mieux comprendre les solutions apportées au problème de pouvoir par la création d'une société holding.

On considère une société anonyme cible, valant 1 000. Un actionnaire désire prendre le contrôle de cette société avec 650. Si cette opération se fait par achat direct, cet actionnaire ne détiendra

que 65 % du capital et de ce fait n'aura pas la grande majorité (66,67 %). Il pourra l'atteindre comme le montre le schéma 20. 1 par la création d'un holding, sans faire appel à l'endettement.

Schéma 1
 Holding et contrôle

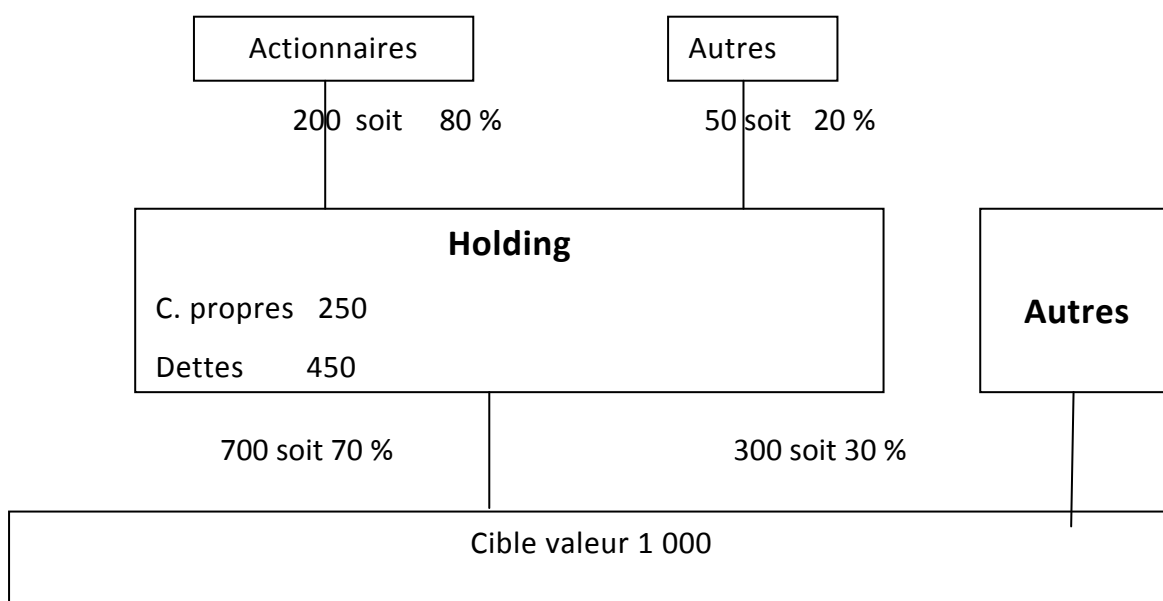


Le holding, qu'il contrôle à 92,85 %, détient maintenant la grande majorité dans la société cible avec 70 % de cette société. L'actionnaire n'a investi que 650. Sa participation personnelle est toujours de 65 %, soit 92,85 % x 70 %.

Levier de capital

Si l'on suppose maintenant que cet actionnaire ne dispose que de 200, le même montage pourra être entrepris en faisant appel à l'endettement dans le financement du holding.

Schéma 2
 Holding endetté et contrôle



Par ce moyen, l'actionnaire qui ne possède réellement qu'un capital de 200, représentant 20 % de la société cible, contrôle, grâce au holding, 70 % de ladite société. Sa participation réelle est de 56 % soit (80 % x 70 %). Ainsi, avec une même somme, la rentabilité de ses capitaux investis devrait être supérieure à une situation sans l'échelon du holding ; il obtient en effet plus de droit aux bénéfices.

On vient ainsi de décrire un mécanisme d'effet de levier. Les sociétés holding sont particulièrement adaptées à tout montage avec effet de levier.

4. Les Formes de Holding

Lorsqu'elle est créée spécifiquement pour les besoins d'une opération de LBO (avec effet de levier), la société holding est pure et a pour seuls produits les dividendes de la société reprise. Dans le cas contraire, holding existant ou créé, mais ayant des revenus imposables, on parlera de holding impur.

En dehors du cas de croissance externe où le holding est spécialement constitué pour l'acquisition d'une société, la création du holding est une filialisation qui existe principalement sous deux types :

- par le bas,
- par le haut.

4.1. Le holding par le bas

Créer un holding par le bas ne correspond pas à un apport de titres, mais à un apport de biens à des filiales. Cela revient à transférer par voie de scission ou d'apports partiels d'actifs, diverses branches d'activité d'une société à une ou plusieurs autres.

Créer un holding par le bas ne change pas la situation initiale des actionnaires. Il s'agit, en effet de créer des filiales auxquelles sont apportées des branches entières d'activité en échange de pan ou d'actions, attribuées à la société apporteuse désormais holding.

La création d'un holding par le bas ne peut donc se réaliser que lorsqu'une société exerce, soc une même entité juridique, des activités diversifiées.

Le régime fiscal de faveur des fusions peut s'appliquer à ces opérations sans agrément, sur option de l'entreprise. Ce régime est conçu pour que l'opération soit à peu près neutre fiscalement. Les conditions suivantes doivent être remplies :

- l'apport doit être une branche entière d'activité,
- la filiale ainsi créée ne doit pas être cédée avant cinq ans.

Le régime fiscal de droit commun entraîne la taxation des plus-values dans la société d'origine au taux normal.

4.2. Le holding par le haut

La création d'un holding par le haut se réalise par le regroupement, au sein d'une seule et même société, des participations détenues par divers associés dans une ou plusieurs autres sociétés. Le associés font l'apport de leurs droits à une société soit existante, soit créée à l'occasion de l'opération ce qui est le cas le plus fréquent. Cette dernière deviendra, de ce fait, le holding. Les associés reçoivent, en échange, des droits sociaux émis par le holding.

Ces associés apporteurs peuvent se placer sous le régime favorable des fusions (apport de branche pour échapper à une imposition immédiate. Cela est fait sur agrément (ou sans) à condition que

- la participation permette le contrôle à plus de 50 % des apports effectués,
- les titres reçus en rémunération des apports soient conservés pendant 5 ans,

- les plus-values de cession de ces mêmes titres soient calculées ultérieurement par référence au prix de revient d'origine des apports.

5. Les différents types de sociétés holdings

On en distingue généralement cinq dont l'utilisation dépend essentiellement de la fiscalité du pays dans lequel elles se situent. On trouve successivement :

- *le holding de contrôle* dont l'objet est d'exercer un contrôle dans une ou plusieurs entreprises par le biais de prises de participations simples ou croisées. Il peut être placé à la tête d'un group pour coordonner et rationaliser toutes les activités du groupe ; il peut être également monté pour sa discrétion, dans la mesure où les actionnaires peuvent ne pas apparaître dans le capital et pour résoudre certains problèmes de succession ;
- *Le holding de financement et de placement* dont le but est la concentration des revenus pour les réinvestir de manière à ce qu'il y ait optimisation fiscale, c'est-à-dire en minimisant, voire annulant l'imposition des revenus ;
- *Le holding de gestion de brevets ou de marques* qui exploite lesdits brevets ou marques et tire ses revenus des licences d'exploitation ;
- *Le holding de lancement*, utilisé pour la création de sociétés commerciales, dont il souscrit les actions lors de la création ;
- *Le holding immobilier* dont l'objet est la création et la gestion d'un patrimoine immobilier. Le choix d'une de ces différentes sociétés conditionne souvent la forme sociale qu'elle peut revêtir

6. La forme sociale

Le choix de la forme sociale est guidé par deux éléments. D'une part, le rôle attribué à la société holding et, d'autre part, le nombre d'actionnaires en relation. Dans le cas très précis où la société holding est créée en vue d'une optimisation fiscale au sein d'un groupe, un troisième facteur important existe : le régime fiscal recherché.

Les différentes formes de sociétés que l'on trouve sont aussi bien des sociétés de capitaux que des sociétés de personnes :

- *La société de capitaux* (SA ou même SARL) est particulièrement adaptée lorsqu'on désire faire rentrer de nouveaux actionnaires ;
- *la société de forme civile*, est essentiellement le fait de holdings familiaux. Ce type de forme de société présente plusieurs avantages, notamment celui de pouvoir pratiquer une dissociation entre la propriété et le pouvoir et surtout celui de faciliter la transmission ;
- *la société en nom collectif* (SNC) qui, outre ses avantages intrinsèques, permet de dissocier les droits et engagements de l'apport des capitaux. Beaucoup plus qu'au niveau du holding, c'est à celui des filiales que la SNC est souvent appliquée du fait qu'elle permet une transparence fiscale ;
- *enfin, la société en commandite par actions* (SCA) isole bien les commandités des commanditaires. Elle a l'avantage de pouvoir faire appel à des capitaux extérieurs tout en maintenant la direction et la gestion de la société dans un cercle fermé de personnes. Elle comprend en effet deux catégories d'associés :
 - un ou plusieurs commandités qui ont la qualité de commerçants et qui répondent solidairement et indéfiniment des dettes sociales ;

- plusieurs commanditaires qui ont la qualité d'actionnaires et dont la responsabilité est limitée au montant de leurs apports.

7. La fiscalité des Holdings

Le rachat avec effet de levier par l'intermédiaire d'une société holding n'est intéressant, d'un point de vue fiscal, qu'à deux conditions :

- que la remontée des résultats de la cible s'opère avec une perte fiscale minimum,
- que les emprunts contractés par le holding puissent permettre une déduction fiscale des intérêts.

Les emprunts sont juridiquement localisés dans le holding, c'est donc à ce niveau que peut s'opérer la déduction fiscale des intérêts d'emprunts, cela sous réserve que le holding dispose de revenus taxables.

7.1. L'intégration fiscale

La loi de finance de 1988 a introduit en France, la notion d'intégration fiscale. Si le holding détient plus de 95 % des titres de sa filiale, un groupe intégré fiscalement peut se constituer. Le holding devient alors seul redevable de l'impôt au titre de la totalité de son résultat et de celui de sa filiale (après retraitement). L'intégration fiscale impose le respect des conditions suivantes :

- les sociétés mères et filles doivent être assujetties à l'impôt sur les sociétés;
- les sociétés filles doivent être détenues directement ou indirectement pour au moins 95 du capital par la société mère ;
- la société mère ne doit pas être détenue à 95 % par une autre société soumise à ris ;
- les actionnaires qui contrôlent directement ou indirectement la société holding ne doivent pas être les vendeurs de la société rachetée (amendement Charasse) ;
- le régime s'applique sur option valable cinq ans. L'option doit être formulée avant la date d'ouverture de l'exercice auquel le régime d'intégration s'applique.

7.2. Traitement comptable et financier de l'intégration fiscale

Le groupe est redevable d'un IS sur la base du résultat d'ensemble. La question se pose de savoir comment répartir cette charge entre les différentes sociétés du groupe.

Le Conseil National de la Comptabilité envisage plusieurs possibilités :

- *la première méthode, dite méthode de la neutralité*, aboutit à faire en sorte que chaque société comptabilise l'impôt dont elle aurait été redevable si elle avait été imposée séparément. La différence entre les montants ainsi comptabilisés et l'IS du groupe est comptabilisée en produit ou en charge chez la société mère (cette différence représente l'économie ou la charge complémentaire due l'intégration fiscale) ;
- *la seconde méthode, dite de réallocation partielle de l'économie*, consiste en plus de la méthode de neutralité à réallouer l'économie issue de l'utilisation des déficits aux sociétés déficitaires du groupe (ainsi une filiale déficitaire de 1 200 percevra et enregistrera 400 d'économie d'impôts si l'intégralité de son déficit a été utilisée par le groupe) ;
- *la troisième méthode, dite de réallocation globale*, consiste à affecter en plus des deux premières (méthodes l'économie issue des rectifications intragroupes et autres corrections aux sociétés à l'origine de ces opérations. Par exemple, si une société a réalisé une plus-value à court terme de 1 200 suite à une cession intragroupe, cette plus-value, imposable en l'absence d'intégration, est neutralisée pour le calcul du résultat d'ensemble. Le

montant de l'économie en résultat de 400 est réalloué à la société ayant dégagé la plus-value.

Plusieurs organisations comptables sont envisageables. La procédure classique peut être résumée ainsi :

- comptabilisation de l'impôt propre à chaque filiale qui constate la charge (compte 6981 Intégration fiscale - Charges) par la contrepartie du compte de la société mère ; symétriquement, la société mère constate l'impôt ainsi dû par chaque filiale en créditant le compte 6989 (Intégration fiscale - Produits) et en débitant le compte de chaque filiale ;
- comptabilisation de l'impôt du groupe par la société mère qui débite le compte 6981 par le crédit du Trésor public ;
- comptabilisation d'éventuelles restitutions d'économie par la société mère qui débite le compte 6981 par le crédit du compte de la filiale concernée (celle-ci créditant le compte 6989 par la contrepartie de la société mère).

CHAPITRE 2 : LE RACHAT D'ENTREPRISE AVEC EFFET DE LEVIER : LBO ET RES

Des techniques financières ont été imaginées afin de permettre le rachat d'entreprise à des personnes physiques qui ne bénéficient pas des ressources financières ni des régimes fiscaux des sociétés. Elles sont connues sous le nom de « Leverage Buy Out » (LBO) et « Leverage Management Buy Out » (LMBO). Par ailleurs, d'autres techniques permettent aux salariés de racheter leur propre entreprise (RES).

SECTION 1 : LE LBO : EFFET DE LEVIER JURIDIQUE ET FINANCIER

Le développement récent des acquisitions avec effet de levier résulte de la conjoncture actuelle : la saturation des marchés limite les chances pour une entreprise de croître de façon interne et, de ce fait, le développement passe par la croissance externe.

On définit le LBO comme le rachat d'une entreprise par recours au levier de l'endettement. Il diffère d'une acquisition classique du fait qu'une large fraction du prix d'achat est financée par de la dette. L'entreprise acquéreuse augmente de façon considérable sa capacité d'endettement en jouant de l'effet de levier. Généralement, la firme achetée cesse d'être cotée sur le marché et la part de capital non rachetée est détenue par un groupe restreint d'investisseurs institutionnels.

Les transactions européennes de LBO sont de tailles plus modestes, utilisant moins le levier financier que leurs contreparties américaines et sont presque toujours des transactions amicales dans lesquelles la direction est partie intégrante du rachat de l'entreprise : de telles opérations sont plus communément appelées «Management Buy-outs» ou «Management Buy-ins».

L'objectif poursuivi dans la restructuration d'une firme est d'accroître sa valeur. Une restructuration peut résulter de modifications majeures intervenues dans le portefeuille d'actifs détenu par la société, dans la structure du capital ou encore dans les stratégies opérées par l'entreprise.

Selon **Desbrieres.P.** (2000), un LBO est défini comme « une opération de rachat d'entreprise en finançant une part importante du prix d'acquisition par l'endettement. Une société holding qui s'endette est spécialement constituée pour acheter une entreprise dite cible dont les excédents de trésorerie seront régulièrement remontés au niveau du holding via des dividendes afin de lui permettre de payer les intérêts de sa dette et de la rembourser ».¹

Un LBO est réalisé autour d'un management actuel ou d'une nouvelle équipe dirigeante et il est financé en capitaux propres par des fonds spécialisés de capital risque. Le montage repose sur des dettes ayant des priorités différentes de remboursement (dettes senior, junior et mezzanine), et donc des risques et des rémunérations croissantes.

Le LBO est souvent une solution à une succession familiale ou à une cession par un groupe d'une filiale non stratégique. Il présente aussi la meilleure alternative pour une société qui veut sortir de la bourse.

Le LBO est aussi défini selon **l'AFIC**² comme l'achat d'une entreprise saine, financé partiellement par emprunt, dans le cadre d'un schéma financier, juridique et fiscal spécifique ou les dirigeants entrepreneurs sont associés en partenariat avec des investisseurs financiers spécialisés en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme.

¹ Desbriere.P.2000, « le leverage buy out », presses universitaire de bourgogne.

² L'AFIC : association Française des investisseurs en capital.

Une opération de LBO implique en principe un changement de contrôle au niveau de l'entreprise achetée (la cible). Les investisseurs financiers acquièrent la majorité du capital, mais il arrive que les actionnaires vendeurs conservent une participation parfois importante dans le nouveau tour de table. En outre, dans les LBO portant sur des petites sociétés, les investisseurs financiers détiennent souvent une participation qui reste minoritaire aux cotés des dirigeants repreneurs.

Le LBO concerne des entreprises industrielles, commerciales ou de services d'une certaine taille (effectif de quelques dizaines à plusieurs milliers de personnes ...) et dont la valeur excède les capacités financières d'un dirigeant repreneur individuel (valeur de quelques millions à plusieurs milliards d'euros). L'entreprise doit être financièrement saine, rentable et disposer de solides atouts concurrentiels. Le mécanisme juridique et fiscal du LBO (endettement par l'intermédiaire d'une société holding) peut s'appliquer aussi aux très petites entreprises ou aux entreprises artisanales, pour autant qu'elles soient constituées en société, mais l'intervention d'investisseurs professionnels, aux cotés du dirigeant, n'a pas lieu en pratique.

Le LBO est financé partiellement par des emprunts. Les prêts sont apportés principalement par les banques, qui ont mis en place des équipes spécialistes pour les plus grandes opérations. Un niveau optimal d'endettement est déterminé par les investisseurs financiers, au cas par cas, en fonction des caractéristiques financières de la société cible. La dette peut comprendre plusieurs tranches, chacune ayant des modalités propres de remboursement. La complexité du montage dépend en général de la taille de l'opération.

La transmission est réalisée dans le cadre d'un schéma financier, juridique via un holding de reprise, qui détiendra les titres de la cible et supportera les emprunts correspondants... D'une durée de l'ordre de sept ans, les emprunts d'acquisition sont remboursés grâce aux dividendes versés au holding de reprise par la cible. Les emprunts bancaires du holding de reprise sont garantis par les titres de la cible. Ce type de montage fait apparaître un effet de levier financier (défini comme le rapport dettes d'acquisition / fonds propres) qui augmente la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires.

D'un point de vue fiscal, il est préférable que le Holding de reprise détienne au moins 95% du capital et des droits de vote de la cible, ce qui permet de déduire les frais financiers de la dette d'acquisition du bénéfice imposable de la cible en application du régime de l'intégration fiscale. On peut cependant envisager des LBO avec une détention inférieure à 95%. Dans ce cas le montage n'est pas optimisé car il n'est pas possible d'opter pour le régime de l'intégration fiscale ; le Holding va générer un déficit fiscal qu'il n'est pas possible de compenser avec le bénéfice taxable de la cible. De plus, le Holding de reprise ne reçoit pas l'intégralité de dividendes par la cible, une partie de ceux-ci étant perçue par les actionnaires minoritaires.

Dans le cas où les dirigeants sont associés à des investisseurs spécialisés, les opérations de LBO sont orchestrées par un ou plusieurs fonds ou sociétés d'investissement, qui interviennent de façon spécialisée sur ce segment d'activité du capital investissement. Sauf dans les opérations de très faible montant, les investisseurs financiers détiennent habituellement la majorité du capital Holding de reprise.

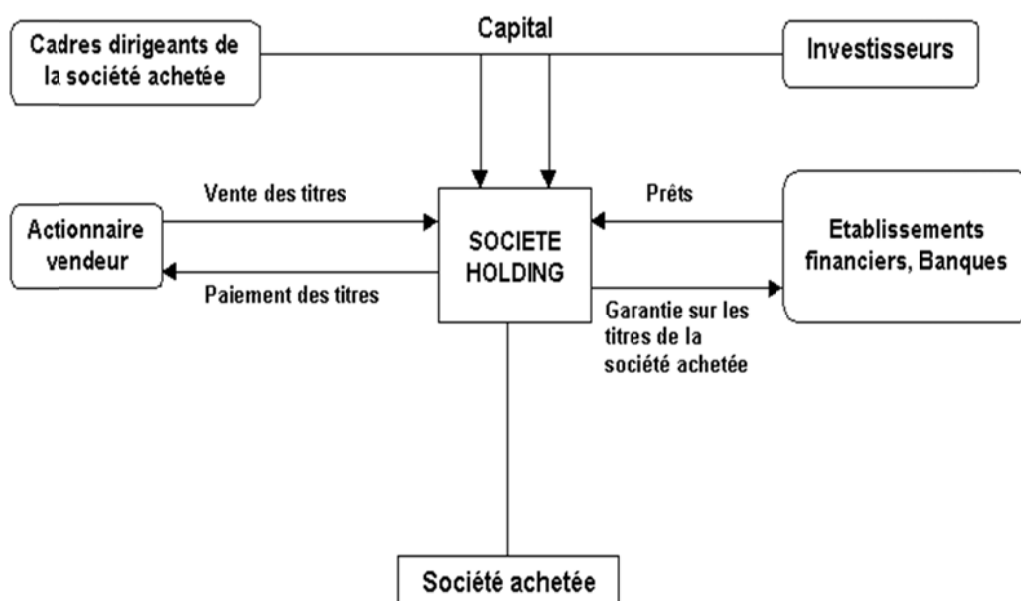
L'objectif prioritaire des investisseurs financiers et des dirigeants associés est de réaliser une plus-value à moyen terme lors de la revente de la cible. S'ils réalisent une très bonne performance en ligne supérieure aux objectifs, il est habituel que lors de la sortie, les investisseurs financiers

rétrocèdent aux dirigeants associés une fraction de leur « Super plus-value ». Grâce aux LBO, les dirigeants ont la possibilité de constituer un patrimoine personnel pouvant être très important.

SECTION 2 : LES PRINCIPES DU LBO

Comme nous l'avons mentionné, le principal avantage des techniques de LBO est de permettre la prise de contrôle totale ou majoritaire d'une cible en limitant sensiblement l'apport des repreneurs. Pour cela l'équipe des repreneurs va créer une société holding dont le capital social correspondra à l'apport qu'ils peuvent effectuer ou à leurs apports plus celui des financiers s'ils manquent des moyens (c'est-à-dire le seul apport des repreneurs ne permettra pas d'emprunter suffisamment pour acheter la cible). Selon **Berger.P.(1990)** « cette société holding va avoir trois principaux objectifs : Racheter une société cible, emprunter des fonds pour financer le rachat et enfin rembourser cet emprunt en faisant remonter les bénéfices de la cible »³. Dans certain cas, les fonds propres de la holding sont insuffisants pour pouvoir emprunter le montant nécessaire au rachat de la cible (Le Ratio fonds propres / emprunt n'est pas respecté). Dès lors l'emprunt bancaire classique va être doublé par un autre emprunt plus élaboré et mieux rémunéré qui prend le nom de « Dettes Junior » ou « dettes mezzanine ». Cet emprunt complémentaire est en générale apporté par des sociétés de capital investissement qui espère par la suite entrer au capital de la société. Dans cette configuration, l'emprunt bancaire classique prend le nom de « Dettes senior » et il est remboursé en priorité c'est-à-dire avant la « Dette junior », son coût est plus faible que la « Dette junior » car il est de nature moins risqué. Inversement, le remboursement de la « Dette mezzanine » étant subordonné à celui de la « Dette senior », son risque et son coût sont plus élevés. La difficulté de ces opérations est de réaliser un montage équilibré qui permet tant à la cible de faire face à ses investissements pour assurer sa croissance et sa rentabilité (c'est-à-dire que la cible ne doit pas être étouffée par la remontée excessive de ses bénéfices vers la société holding), qu'à la holding que faire face à ses engagements bancaires (nécessité de remonter des dividendes importantes très régulièrement). Il faudra définir de façon très précise des besoins en amont et en aval du montage (holding et cible) pour ne pas étouffer la société cible, puisque en effet le succès de l'opération réside essentiellement dans la capacité de la cible à générer des cash flows nécessaires et suffisants à la remontée régulière de dividendes vers la holding. C'est pourquoi dans ce type d'opérations la cible doit bénéficier d'une bonne rentabilité, mais surtout d'une bonne visibilité sur ses marchés et d'excellentes perspectives de croissance si les acquéreurs veulent augmenter leurs chances de réussite. Le schéma suivant explique le montage financier d'un LBO :

³ Berger.P.1990, « la transmission des entreprises-la reprise des praticiens », édition economica collection gestion de poche.



Selon **Medus.J.L.** (1991) : « les opérations à effet de levier mettent en œuvre la combinaison de quatre leviers principaux »⁴. Les mécanismes prévalant pour chacun d'eux sont relativement simples. La complexité de ces types d'opérations est néanmoins générée par la multiplicité des divers niveaux de combinaisons possibles. Les principaux effets de levier sont le levier financier, fiscal, juridique et social.

Le LBO repose en premier lieu sur le mécanisme de **l'effet de levier financier** qui rend compte d'un phénomène simple ; si la rentabilité économique d'investissement est supérieure au taux d'intérêt d'emprunt, le propriétaire d'une entreprise a tout intérêt à financer cet investissement en augmentant le degré d'endettement.

De nombreuses études, notamment quant à l'utilité économique des LBO, ont été entreprises. Elles traitent de l'effet opérationnel, de l'effet industriel et enfin des signaux émis par les promoteurs des LBO.

1. L'EFFET OPÉRATIONNEL

L'effet opérationnel est lié aux caractéristiques propres à l'entreprise telles que de dysfonctionnements de l'équipe de direction ou au plan opérationnel qui ont motivé le LBO chez le groupe d'investisseurs.

Kaplae et Smith ont montré dans leurs études qu'une meilleure productivité résultait des LBO. Toutefois, ces études considéraient des LBO opérés dans la première moitié des années 1980. A cours de la deuxième moitié des années 1980, le marché des LBO a évolué vers des transactions plus coûteuses et plus risquées.

Opler a étudié les effets des LBO sur la performance opérationnelle des vingt plus grands LBO (américains de la fin des années 1980. Les principaux résultats de cette étude peuvent être

⁴ Medus.J.L.1991, « ingénierie financière et opérations à effet de levier », édition d'organisation.

résumés comme suit :

- augmentation du ratio EBE/Ventes de 16,5 % en moyenne dans les deux ans qui ont suivis le LBO,
- augmentation du ratio EBE/Nombre d'employés de 31,8 % sur la même période,
- augmentation d'une façon plus significative des flux nets de liquidités,
- neutralité sur les dépenses de R et D ainsi que sur les effectifs de l'entreprise,
- diminution importante des dépenses d'investissement.

2. L'EFFET INDUSTRIEL

On entend par effet industriel l'ensemble des facteurs propres au secteur d'activité de la société qui expliquent le déclenchement du LBO. Les partisans de cette explication soutiennent que certains secteurs d'activités sont plus propices à ces opérations que d'autres.

Trois principales théories peuvent être regroupées :

- *La théorie des surplus de liquidités (free cash flow)*, élaborée par Jensen dont la notion «surplus de liquidités» distingue le cash flow en excès de celui requis pour financer tous les projets qui présentent une VAN positive. Elle se base sur la notion de «coûts d'agence» qui découlent des conflits d'intérêt entre managers et actionnaires. Ces conflits sont particulièrement sévères lorsque l'organisation génère des surplus de liquidités. Le problème posé est de savoir comment motive; les managers pour réaffecter le disponible sans avoir à l'investir dans des projets à VAN négative
- *la théorie de la restructuration*, proposée par Liebeskind, Wierseman et Hansen, qui trouve l'origine des gains réalisés au travers des LBO, dans la réorganisation industrielle. Celle-ci permet une plus grande efficacité dans l'organisation et, de ce fait, vise à l'élimination de tout goulot d'étranglement dans l'entreprise par une réduction de la taille, une reconcentration de l'entreprise sur son métier d'origine ou une réorganisation du portefeuille d'activité ;
- *la théorie des avantages fiscaux*, développée par Kaplan, fait apparaître que l'avantage fiscal procuré par le LBO est la principale source de gains ayant motivé l'opération.

3. LA THÉORIE DES SIGNAUX

Déjà abordée au chapitre 13, elle permet de constater que la structure du capital des LBO est le résultat d'un jeu de signaux. Les initiateurs du LBO signalent au marché, par une utilisation importante de la dette, des prévisions importantes de flux de liquidités générés par le rachat. L'objectif recherché étant la maximisation de la richesse, le fait de signaler une hausse sensible des flux permettra d'obtenir une évaluation correcte du capital (jusqu'alors sous-évalué) qu'ils ont besoin de vendre pour financer le rachat.

SECTION 3 : MONTAGE UTILISÉ POUR UN LBO

Les personnes physiques disposent en général de ressources limitées pour acheter ou prendre le contrôle de sociétés. Le montage utilisé pour un LBO permet d'acheter la société cible aujourd'hui, avec les ressources que celle-ci dégagera demain. Autrement dit, on va endetter une société holding et celle-ci remboursera sa dette grâce aux remontées de dividendes de la société cible.

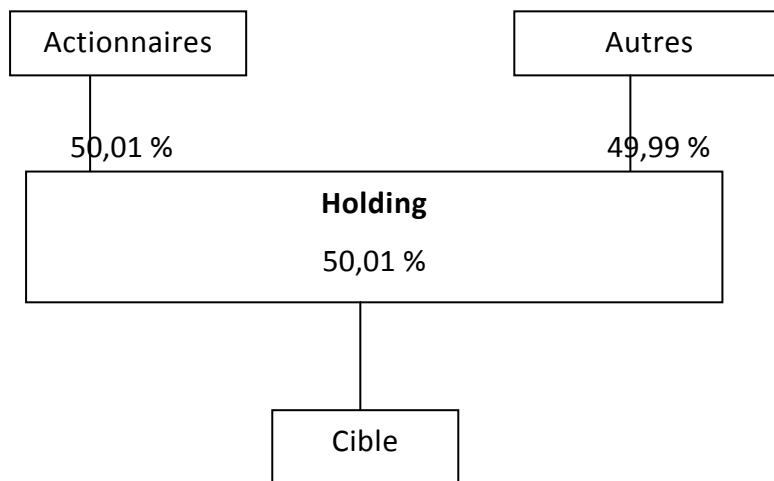
1. DIMINUER L'APPORT PERSONNEL DES REPRENEURS

Le montage LBO permet de réduire au maximum possible l'apport personnel des repreneurs. Ainsi, comme le montre le schéma 20. 3 (page suivante) une personne qui veut prendre le contrôle (50,01 %) d'une société cible peut, par l'intermédiaire d'une société holding, réduire son apport personnel.

Ce type de montage permet un échelonnement de plusieurs sociétés holding les unes par rapport aux autres.

Il offre, par ailleurs, au repreneur la possibilité de pouvoir s'endetter à titre personnel, pour éventuellement créer ou consolider la mise de fonds initiale.

Schéma 3 Chaîne de contrôle



2. BÉNÉFICIER DE LA DÉDUCTIBILITÉ DES FRAIS FINANCIERS

Si les frais financiers contractés personnellement par un repreneur ne sont pas déductibles, ceux liés à l'endettement contracté par un holding sont déductibles de la base imposable pour autant que ce dernier dispose de produits soumis à l'impôt sur le revenu des sociétés ou bénéficie de l'intégration fiscale.

3. PERMETTRE LE FINANCEMENT «MEZZANINE»

Les financements dits «Mezzanine» sont souvent employés dans une opération LBO. Ces financements également appelés subordonnés sont des capitaux d'emprunts, que l'on doit intercaler entre les capitaux propres et les dettes, dans la mesure où leur risque est intermédiaire entre les deux. Ils sont émis sans garantie et sont généralement subordonnés à un emprunt bancaire classique dit «senior».

Ce type de financement présente des avantages aussi bien pour l'organisme émetteur que pour la société réceptrice.

Pour le premier, si le risque d'un tel financement est plus important, la rémunération directe l'est aussi. Elle peut être souvent plus importante, notamment si, en plus de la rémunération, il y a émission de bons de souscription. Ces financements confortent par ailleurs les dettes seniors qui deviennent, de ce fait, moins risquées.

Pour la société réceptrice, ces financements améliorent, d'une part, la rentabilité de l'entreprise (moins de frais financiers) et permettent, d'autre part, une amélioration de la rentabilité des capitaux propres par l'intermédiaire de l'effet de levier. Les supports matérialisant les financements mezzanines, peu employés pour l'instant en France, sont, soit des crédits (comptes courants d'associés bloqués, concours bancaires éventuellement assortis de bons de souscription), soit des titres (obligations convertibles, obligations à bons de souscription, etc.).

SECTION 4 . LES RES

Selon une enquête du CEPME datant de 1991, plus de 2 000 PME disparaissent chaque année faute d'avoir trouvé un repreneur. Le RES est une solution possible de transmission, bien que le régime fiscal en vigueur depuis le 1^{er} janvier 1992 le rende nettement moins avantageux. L'étude sera donc menée en comparant les dispositions initiales et celles issues de la modification du 1^{er} janvier 1992.

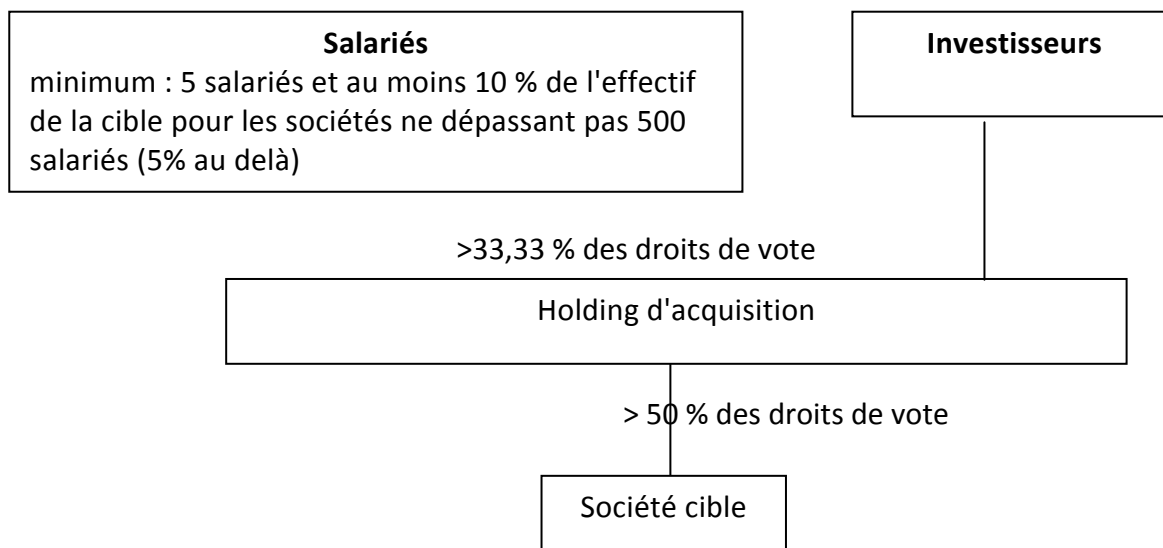
1. LE MÉCANISME DU RES

Le dispositif du RES s'applique aux rachats d'entreprises de plus de 10 salariés et s'effectue au moyen d'une société holding, spécialement constituée pour prendre le contrôle de la société cible (subissant le RES). Avant 1992, les salariés repreneurs devaient détenir directement ou indirectement plus de 50 % des droits de vote de la société holding ainsi créée ; depuis le 1^{er} janvier 1992, ce montant de participation a été ramené à 33,33 % des droits de vote (schéma 4). Avant 1992, aucun salarié ne pouvait détenir, directement ou indirectement, 50 % ou plus des droits de vote du holding. Cette disposition a été supprimée.

Le holding, qui a pour objet exclusif de racheter tout ou partie du capital de la société à reprendre, doit détenir dès sa création, plus de 50 % des droits de vote de la société reprise. Il peut s'endetter sur une durée de 15 ans au plus, à un taux actuariel qui n'excède pas le taux du marché obligataire (TMO) à l'émission des sociétés privées du mois qui précède le rachat, majoré de 2,5 points.

Il est également important de souligner que par dérogation, les holdings de reprise dans le cadre des RES peuvent émettre, dès leur création, des actions à droit de vote double, des obligations convertibles et des obligations à bons de souscription d'actions.

Schéma 4
Mécanisme d'un RES



2 LES AVANTAGES FISCAUX

Avant 1992, le régime fiscal de ces opérations restait fondé sur les exonérations aussi bien pour les salariés que pour la société holding qui bénéficiait alors d'un crédit d'impôt, même si sa participation était inférieure à 95 % (seuil pour l'intégration fiscale).

Avantages fiscaux pour les salariés après 1992

Les salariés d'une entreprise qui souscrivent en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital intervenant dans les trois ans qui suivent la date de constitution d'une société nouvelle ayant pour objet exclusif de racheter tout ou partie du capital de leur entreprise, bénéficient d'avantages fiscaux.

Ces derniers leur donnent plusieurs possibilités :

- ils peuvent choisir de déduire du montant brut de la rémunération qui leur est versée par l'entreprise rachetée, dans la limite de ce montant et de 100 000 F, les intérêts des emprunts contractés pour financer leurs souscriptions, acquittés l'année de la souscription et chacune dans cinq années suivantes ;
- ils peuvent choisir de bénéficier d'une réduction d'impôt, égale à 25 % des versements afférents à leurs souscriptions ; ces versements doivent intervenir dans les trois ans suivant la date de constitution de la société. Ils sont plafonnés selon la situation familiale de l'intéressé.
- Un salarié ne peut bénéficier que de l'un des avantages mentionnés et pour les souscriptions au capital d'une seule société. Ces avantages sont maintenus si les titres de la société nouvelle sont apportés à une société civile ou à un fonds commun de placement d'entreprise.
- *Remarque* : ce régime ne peut plus être mis en œuvre depuis le 31 décembre 1996, mais continue à produire ses effets pour les salariés ayant participé à un RES avant cette date. Pour les autres : ils bénéficieront du régime commun applicable à tout souscripteur au capital d'une société non cotée (réduction d'impôt égale à 25 % des apports et plafonnée).

Avantages fiscaux pour l'entreprise

On peut distinguer trois périodes distinctes :

- de 1984 à 1987, dans la mesure où le holding de reprise était toujours déficitaire fiscalement un crédit d'impôt, initialement prévu à 100 % des intérêts par la loi du 9 juillet 1984, permettant d'atténuer le problème lié au fait que la cible payait un impôt sur ses bénéfices tandis que le holding était fiscalement déficitaire.
- de 1987 à 1992, le crédit d'impôt, venant en déduction de l'IS dû par le holding, était calculé à partir des intérêts, multiplié par le taux normal de l'IS supporté par la cible, mais plafonné à un montant de l'IS acquitté par celle-ci et dans la proportion de la participation que la société holding détenait dans le capital de la cible.
- depuis 1992, ce crédit d'impôt a été supprimé. La déductibilité des emprunts contractés par le holding ne peut se réaliser que dans le cadre de l'intégration fiscale ; cela nécessite pour le holding de détenir 95 % de la société cible. En effet, le holding ne peut avoir d'autres revenus soumis à l'IS, dans la mesure où celui-ci n'a été créé que pour le RES.

3. PROBLÈMES SOULEVÉS PAR LE RES

«Peut-on jouer les RES ?» La question posée par un quotidien⁽¹⁾ financier soulève en fait plusieurs problèmes : celui des minoritaires, celui des salariés actionnaires, celui de la survie de l'entreprise et

de la vie boursière du titre.

Le RES et les minoritaires

Lorsque l'entreprise qui a fait l'objet d'un RES est cotée en Bourse, certains minoritaires ont pu rester actionnaires de la société en RES.

Cette position, si elle présente quelques avantages importants, demeure risquée.

Parmi les avantages de cette situation on peut citer la rémunération. En effet, dans la mesure où le holding a dû s'endetter pour acquérir la majorité de la cible, il doit faire face à des remboursements importants, et exigera de ce fait une remontée très importante de dividendes qui profitera aux minoritaires. Ainsi on a vu des rendements (dividende/cours boursier) dépasser 10 % alors que la moyenne se situe à 2 %.

Parmi les inconvénients, le plus important est l'appauvrissement de la société cible au profit du holding. En cas de résultats insuffisants, il va y avoir dégradation de la trésorerie du holding qui exigera de plus en plus de remontée de la société cible. Le minoritaire se trouve impuissant face à cette situation qui peut entraîner à terme la disparition de la société cible.

Autre inconvénient important, il n'y a quasiment plus de marché du titre en Bourse. Le flottant ayant été réduit, le marché du titre devient très faible et piège les minoritaires. De ce fait, les mouvements des titres deviendront erratiques et souvent spéculatifs.

Le RES et l'entreprise

Du côté de l'entreprise, le moindre aléa de conjoncture, anodin s'il en est, peut enrayer la mécanique du holding. De ce fait, la société rachetée doit être une entreprise peu sensible aux cycles économiques. Ce n'est pas le cas des entreprises françaises qui ont réalisé ce type de montage puisqu'elles appartiennent à des secteurs tels que : l'informatique (SMT Goupil), le textile (Pasquier), l'aéronautique (Latécoère), le BTP (Fougerolle), l'armement, la distribution, etc.

Le RES et les salariés

Du côté des salariés, l'exemple du constructeur de bateau (non coté) Jeanneau est à méditer. Victime d'un effondrement de ses ventes, la société a affiché une perte de l'ordre de 40 millions de francs pour l'exercice qui s'achevait au 31 mai 1991. Sanction de cette contre-performance, la société devait supprimer plus de 370 emplois soit 22 % des effectifs qui représentent plus de 10 % du capital^{en}. Le problème est de savoir comment permettre la sortie de ces actionnaires/salariés et de savoir qui récupérera les droits de vote liés à ces titres. De plus, les salariés licenciés ne pourront pas espérer une plus-value identique à celle des autres salariés non licenciés.

4. LE DÉNOUEMENT DU RES

Il n'existe pas de dénouement unique du RES. Quatre issues sont possibles :

- le RES se déroule normalement, c'est-à-dire que tous les prêts sont normalement remboursés. Dans ce cas, le holding n'a plus de raison d'être et fusionne avec la société rachetée qui se trouve, de ce fait, contrôlée par les repreneurs ;
- le holding introduit en Bourse sa filiale et ainsi, avec le produit de la cession d'une partie des titres, rembourse ses emprunts ;
- le holding ou la société sont acquis par une autre société. Le montage disparaît ;
- la société rachetée fait faillite et entraîne dans sa chute la société holding.

CHAPITRE 3 : LES OFFRES PUBLIQUES

D'origine anglo-saxonne, l'Offre Publique d'Achat (OPA) ou d'Échange (OPE) peut se définir comme la démarche par laquelle une personne morale ou physique fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société qu'elle est disposée à acquérir leurs titres à un prix déterminé, supérieur au cours boursier. Le but recherché est généralement la prise de contrôle. C'est essentiellement un moyen de rapprochement des entreprises (croissance externe) bien que l'opération puisse être lancée dans un but purement financier.

SECTION 1 : PROBLEMATIQUE DE LA CROISSANCE DE L'ENTREPRISE

Nombreuses entreprises ont opéré les mutations qui leur permettent de continuer à être florissantes et à conserver leur rentabilité. Elle l'ont fait soit par croissance interne soit par croissance externe, soit par les deux en même temps. L'O.P.A est apparue comme un instrument de croissance externe, d'où la nécessité d'étudier d'abord la problématique de la croissance et ensuite la portée et la limite de l'apport de la prise de contrôle par la voie d'O.P.A.

1. Définition de la croissance

La croissance est simultanément une augmentation quantitative des dimensions et une modification qualitative des caractéristiques, de l'entreprises, en ce qui concerne les marchés, le produit, l'organisation, etc. C'est donc un phénomène global et complexe qui touche pratiquement tous les éléments de l'entreprise.

2. Les raisons de la croissance

Quelle que soit l'entreprise, les raisons pour lesquelles elle s'intéresse à la croissance peuvent être multiples. Parmi les buts les plus fréquemment poursuivis on peut citer:

- L'élimination ou la création d'une activité d'un concurrent (l'intégration horizontale) ;
- l'absorption ou la création d'une activité d'un client ou d'un fournisseur (intégration verticale);
- l'élargissement de la gamme de produits offerts ;
- l'élargissement du réseau commercial ;
- l'élargissement d'une capacité de production ;
- l'élargissement de moyens financiers ;
- l'acquisition de la création d'activités plus rentables ;
- l'accès à des technologies nouvelles ;
- la réalisation d'un objectif "politique" (pouvoir).

3. Les modalités de croissance

La croissance de l'entreprise peut se réaliser soit par des moyens internes ou externes

3.1- La croissance interne

Les modes de croissance interne (investissement direct), s'accompagnent de l'extension conjointe des moyens de l'entreprise et de ceux du groupe d'activités auquel elle appartient en créant ainsi une capacité nouvelle pour l'entreprise et aussi pour l'ensemble du secteur. Cependant la croissance interne est un processus relativement lent qui risque de ne pas permettre à l'entreprise de se développer aussi vite que les concurrents.

3.2- La croissance externe

La croissance externe est identifiée d'une part aux acquisitions directes , totales ou partielles (absorption de rachat d'une branche complète d'activité à une firme) ou indirectes (contrôle des sociétés du fait de la propriété d'un nombre suffisant de leurs titres ou de titres de sociétés relais qui les contrôlent) et d'autre part aux contrôle, sans prise de participation par l'intermédiaire du marché, d'ensemble de moyen de production déjà combinés à l'intérieur d'une fonction de production, permettant en eux mêmes une fabrication et/ou un prestation de service immédiate".

Toute opération de croissance externe s'applique donc à des actifs déjà combinés permettant immédiatement une production d'où un développement rapide, en faisant acquérir plus rapidement la connaissance d'une technologie, d'un nouveau marché, d'une image de marque déjà existante.

Cependant, dans ce type de croissance on peut rencontrer des problèmes humains et plus particulièrement le problème d'intégration.

On distingue trois modes de croissance externe à savoir les contrats de location d'occasion, la sous-traitance et la prise de contrôle.

Les contrats de location d'occasion : l'entreprise loue des actifs d'une firme en échange d'une redevance.

La sous-traitance : elle se définit comme l'exécution par un industriel (preneur d'ordre) d'une fabrication ou d'un traitement de pièces selon les directives techniques pour le compte d'un autre industriel (le donneur d'ordre), conformément à des plans ou à des normes imposées

La prise de contrôle (par voie d'O.P.A, O.P.E. etc...).

4. Les motivations du recours à la prise de contrôle

4.1- Les motivations financières et économiques

a) La recherche de synergies

La synergie est définit comme la valeur supplémentaire créée par la combinaison de deux parties. La valeur de l'ensemble ainsi constitué est supérieure à la somme des sous parties ($1+2=5$).

Les rapprochements d'entreprise ont été souvent justifiés par la volonté d'obtenir un effet de synergie en combinant les actifs de plusieurs firmes. Mais la synergie ne peut pas jouer si l'O. P. A. échoue ou si les deux parties exercent leurs activités dans deux métiers différents.

La littérature présente deux natures différentes de la synergie : les synergies d'ordre économique et les synergies financières.

Les synergies économiques

Elles ont pour principal objectif de renforcer la compétitivité de l'appareil productif. L'entreprise réalisant une opération de prise de contrôle en lançant une O.P.A. est motivée par trois différents types de synergies: les économies d'échelle, les économies d'intégration verticale et la combinaison de ressources complémentaires :

Les économies d'échelle sont réalisées par une augmentation de la taille de l'entreprise dans ses activités présentes. Ceci permettrait de décroître le coût moyen de la production en premier lieu ainsi que dans toutes les autres activités de l'entreprise telles que: recherche et développement, commercialisation. Cependant, la simple juxtaposition des entités ne permet pas de générer des économies d'échelle. Il faut plutôt les intégrer.

La seconde source d'économie des ressources est l'intégration verticale. L'achat d'un fournisseur ou d'un client peut permettre de bénéficier d'économies d'intégration lorsque le savoir-faire nécessaire à une étape du processus total est maîtrisé et peut s'appliquer à un autre niveau pour accroître l'efficacité du processus global.

Souvent de petites entreprises sont reprises par des plus grandes. Beaucoup de ces prises de contrôle sont motivées par la combinaison de ressources complémentaires, c'est la seconde source d'économie des ressources.

Les synergies financières

Cette motivation, qui fut à l'origine de la vague importante de fusions conglomerales observée aux Etats-Unis à la fin des années 60, repose sur une idée apparemment séduisante, mais en fait totalement incompatible avec les principes d'évaluation des titres issus de la théorie du portefeuille. Cette idée peut être résumée par la proposition suivante faite par Bruno Husson (16) : la diversification autorisée par le regroupement d'activités très disparates diminue la volatilité par des flux de trésorerie dégagés par groupe ainsi constitué, ce qui devrait conduire les investisseurs à valoriser ce groupe à un prix supérieur à la somme des prix qu'ils attribuaient avant le regroupement des entreprises concernées.

Or ceci n'est pas vrai dans la mesure où un marché efficient ne va pas rémunérer une diversification que les investisseurs peuvent réaliser à leur propre niveau d'une façon à la fois plus complète et moins coûteuse. En d'autres termes, ainsi que l'énonce la théorie du portefeuille, seul le risque non diversifiable est pris en compte dans le processus d'évaluation des actifs financiers.

Cependant on remarque dans ce cadre que la moindre volatilité des flux dégagés par le nouveau groupe a pour effet de réduire le risque de faillite, si bien que le regroupement a des conséquences inattendues sur le patrimoine des actionnaires des entreprises concernées : en effet, sauf renégociation des conditions financières accordées aux créanciers, la réduction du risque de faillite entraîne logiquement une augmentation de la valeur de marché de la dette. Or, comme la valeur totale de l'entreprise (capitaux propres + dettes) n'est pas affectée par le regroupement (dans la mesure où on suppose que le montant des flux de trésorerie est supposé inchangé), il en résulte que la valeur de marché des capitaux propres diminue. Ainsi, les regroupements de type congloméral favorisent un transfert de richesse des actionnaires vers les créanciers.

Seules les entreprises recherchant des effets de synergie économique et une complémentarité peuvent être diversifiées efficacement car les investissements seront plus rentables.

Par rapport aux synergies économiques, les synergies financières semblent plus difficiles à traiter et ceci en raison de leur liaison à la question toujours controversée de l'existence d'une structure de financement optimale.

b) La restructuration de la cible

Les opérations de prise de contrôle peuvent être, également, motivées par une restructuration des entreprises cibles.

D'une part cette motivation s'appuie sur une capacité de management de la firme acquéreuse, jugée plus efficace que celle de l'entreprise cible. D'autre part, le management de la firme, acquéreuse pense optimiser la valeur de l'entreprise cible à travers un redéploiement d'actifs vers des utilisations plus profitables.

4.2. Les motivations institutionnelles

L'une des principales motivations de la prise de contrôle d'entreprise est l'évolution des rapports de

forces sectoriels.

En effet, l'inégalité de l'attractivité sectorielle tient en partie de l'existence de barrières à l'entrée érigées par les firmes présentes dans le secteur.

Porter a mis en évidence les "obstacles à la mobilité" qui préservent les entreprises d'un groupe stratégique, des attaques des firmes extérieures au secteur, mais également des firmes du secteur appartenant à un autre groupe stratégique moins attrayant.

a) Typologie des barrières

Le premier à avoir formalisé le concept de barrière à l'entrée fut J.S. Bain. Il en proposa trois séries. Plus tard, Michael E. Porter(21) reprenant les premiers travaux de J.S. Bain propose une autre typologie. Il distingue sept grands facteurs :

Les économies d'échelle constituent un facteur dissuasif puisqu'elles obligent le nouvel entrant à démarrer sur une vaste échelle et à prendre le risque d'une violente réaction des firmes en place.

Les désavantages des coûts indépendants de l'échelle de production, que subit tout nouvel entrant potentiel par rapport aux firmes du secteur, qui ont déjà la propriété de la technologie outre un accès favorable aux matières premières et un niveau avancé sur la courbe d'expérience.

Lorsque les produits sont différenciés fortement, les nouveaux entrants sont contraints à de lourdes dépenses pour contrer la fidélité de la clientèle existante et pour instaurer une image de marque.

Des besoins de capitaux importants concernent la recherche et le développement, les dépenses publicitaires, le crédit client, les stocks et la couverture des pertes de démarrage.

L'accès aux circuits de distribution peut être difficile, voire impossible pour diverses raisons (existence de droit d'entrée dissuasif par exemple).

Les coûts de transfert que doit supporter un acheteur d'une nouvelle technologie pour remplacer une ancienne.

La politique gouvernementale peut limiter ou interdire d'entrée dans certains secteurs sensibles.

L'existence, ou non, de ces barrières à l'entrée dans un secteur est très importante pour les dirigeants, et ceci en raison du rôle déterminant que jouent ces barrières dans la prise de décision d'entrer ou non sur un marché.

b) La croissance externe permet d'éviter certaines barrières

Lorsque l'entreprise a des difficultés d'entrer dans un nouveau secteur en raison de l'existence de barrière, la prise de contrôle d'entreprise permet de faire tomber un certain nombre d'entre eux.

L'acquisition d'une entreprise permet à l'acquéreur un certain nombre d'avantages :

- Le démarrage de sa production sur une grande échelle ;
- L'accès aux matières premières ;
- La propriété de la technologie de la firme cible ;
- La résolution des problèmes liés à la courbe d'expérience ;
- L'héritage d'une clientèle fidèle.

Cependant une politique de croissance externe ne garantit pas que les firmes en place ne ripostent pas.

4.3. Les motivations managériales

La littérature consacrée aux prises de contrôle, attribue un grand nombre d'opérations au comportement opportuniste des dirigeants.

a) La théorie des mandats

Les dirigeants mandatés par les actionnaires pour maximiser la valeur de la firme prennent les

décisions en vue de rendre l'entreprise, plus efficace. Cette relation d'agence a été conceptualisée par Jensen et Meckling, qui en ont défini les implications sur le comportement des dirigeants.

La théorie selon laquelle les dirigeants prennent des décisions pour maximiser la richesse des actionnaires est remise en cause par les tenants de la théorie des mandants, pour qui les dirigeants vont plutôt abuser de leur position pour maximiser leur propre intérêt.

Les dirigeants vont ainsi, profiter de prise de contrôle pour valoriser leurs intérêts au détriment de ceux de la firme.

- b) Le dirigeant achète des entreprises en croissance, même si cela se fait au détriment de la valeur de la firme.

Trois raisons se dégagent

- la croissance du chiffre d'affaire fait partie de la fonction d'utilité du manager ;
 - la croissance permet à l'entreprise de survivre et donc au manager de subsister ;
 - la croissance permet de créer de nouveaux postes de direction pour les managers juniors.
- c) Les mauvais managers sont plus prédisposés que les bons à acquérir des entreprises cherchant par là à assurer la survie de la firme (donc la leur) et à prouver leur capacité à gérer. Cette hypothèse s'oppose à celle de Roll selon laquelle les managers des firmes les plus performantes sont les plus optimistes, et sont ceux qui surestiment le plus la valeur que prendra la cible quand ils la géreront.

SECTION 2. LES MODES D'OFFRE PUBLIQUE

Lorsqu'on désire acquérir une société, deux cas de figure peuvent être envisagés :

- l'acquisition totale ou partielle d'une société non cotée sur le marché financier. Le rapprochement se fera alors de manière amicale, c'est-à-dire avec accord des parties, sauf cas exceptionnel de rachat de société en liquidation ; l'offre publique est alors impossible ;
- le rachat en Bourse de tout ou partie des actions d'une société cotée. Dans ce cas, le rapprochement pourra être réalisé soit sous une forme amicale, soit inamicale.

À ce deuxième type d'opportunité, correspondent des procédures réglementées :

- l'offre publique d'achat (OPA) ou l'offre publique d'échange (OPE),
- la cession de blocs de contrôle,
- le ramassage en Bourse.

Les acteurs d'une offre publique sont très nombreux mais ce sont les actionnaires, les salariés et les dirigeants qui en sont les vedettes.

SECTION 3. LES ACTEURS

2.1. Les actionnaires

On a longtemps pensé qu'ils apparaissent comme les gagnants de ce type d'opération et pour certains, c'est toujours le cas. Il est évident qu'avant toute opération financière, ils font l'objet d'une attention particulière de la part des dirigeants et ont retrouvé le véritable rôle de partenaire de l'entreprise. Une politique de relation suivie avec les actionnaires, fondée sur la confiance, est le meilleur gage anti-OPA.

Jusqu'au 18 mars 1992, s'ils bénéficiaient d'un prix de cession bien plus favorable dans le cadre d'une offre publique que dans celui d'une fusion classique, le problème des minoritaires restait posé. En

effet, la loi imposait à tout acquéreur qui franchissait, seul ou de concert, le seuil du tiers en capital ou en droits de vote, l'obligation de présenter une offre publique sur les deux tiers au moins du capital de la société cible. Il n'était pas de ce fait obligé de maintenir son cours d'offre sur la totalité des titres. Mais dans la mesure où la société acheteuse n'était tenue d'acquérir que les deux tiers du capital après prise en compte de sa participation, cette offre se limitait en fait au tiers du capital au maximum. Le taux de réduction des ordres, c'est-à-dire de demandes non satisfaites, pouvait donc être très important.

Les OPA doivent porter sur 100 % du capital. Un dispositif réglementaire garantit aux actionnaires :

- l'égalité devant l'information. L'initiateur doit fournir aux actionnaires de la société visée toute l'information pour une prise de décision objective ;
- l'égalité devant le prix. En cas de surenchère, la nouvelle offre s'applique aussi à ceux qui ont déjà cédé leurs titres.

Le seul défaut de cette nouvelle loi concerne le développement d'une réglementation trop stricte et des possibilités de stratégies anti-OPA qu'elle génère. Ces dernières découragent les opérations les moins rentables et privent ainsi certains actionnaires des opportunités de gains offertes par les offres publiques.

2.2. Les salariés

Plusieurs études menées aux Etats-Unis depuis les années soixante et notamment celle de l'université du Michigan, ont montré statistiquement que les OPA n'entraînaient pas de perte de richesse ni de destruction d'emploi, mais conduisaient au pire à un transfert de richesse. Il apparaît donc que les craintes des salariés sont, le plus souvent, dues à une manipulation de la direction, surtout en cas d'OPA hostile. Qu'elle soit amicale ou hostile, l'OPA laisse l'impression aux salariés qu'ils ne sont pas concernés par l'offre. Bien souvent, aucune information sur leur avenir n'est fournie, notamment en ce qui concerne le maintien de l'emploi.

En fait, comme toute prise de contrôle, l'OPA peut être suivie d'une restructuration entraînant pour les salariés des risques de modification des postes et des conditions de travail et éventuellement la fermeture d'un établissement, etc. Il s'agit là des conséquences d'une opération de concentration et de rationalisation qui ne sont pas spécifiques à l'OPA, mais répondent à des impératifs économiques. De plus, les pertes d'emplois ont lieu le plus souvent au sommet de la hiérarchie et ne concernent pas spécialement la base.

2.3. Les dirigeants

Le danger d'une telle opération est de voir les dirigeants privilégier le court terme par rapport au long terme en maintenant le prix des actions à un niveau élevé pour éviter les risques d'offres publiques. Ceci revient à favoriser les opérations qui génèrent une rentabilité importante à court terme, voire, comme aux Etats-Unis, de mobiliser toutes les ressources de la société contre l'offre publique et, de ce fait, limiter les investissements dans des projets stratégiques dont la rentabilité se calcule à long terme.

La crainte que les dirigeants éprouvent à l'égard de l'OPA découle, en fait, de l'aspect sanction que prend cette opération. Aujourd'hui, le risque que fait planer la prise de contrôle par OPA n'est plus celui de la disparition de l'entreprise du fait d'un manque de compétitivité, mais celui de la destitution des dirigeants suite à un désaveu exprimé par les actionnaires. La valeur de marché d'une entreprise prend alors en considération la compétence et l'efficacité de ses dirigeants. L'OPA devient ainsi un facteur d'élimination des dirigeants incapables d'assurer un taux normal de rentabilité aux

actionnaires. Les OPA se révèlent donc comme une sanction d'une direction incompétente. Les OPA hostiles et les raids financiers, bien qu'extrêmement limités en nombre maintiennent la crainte d'une destitution de l'équipe dirigeante et en stimulent le dynamisme. Dans la majorité des cas, les dirigeants y voient cependant plus un outil de rapprochement qu'une sanction proprement dite.

SECTION 4 . LES MÉCANISMES DES OFFRES PUBLIQUES

L'offre publique est une technique anglo-saxonne, on parle de "tender offer" aux E.U et de "Take over bid" en G.B.

L'offre publique consiste pour la personne physique ou morale qui en prend l'initiative, à faire connaître publiquement aux actionnaires d'une société cotée qu'elle est disposé à acquérir leurs titres à un prix supérieur au cours boursier. Le but recherché est le plus souvent la prise de contrôle de la société émettrice. La technique de l'offre publique est en fait essentiellement un moyen de rapprochement des entreprises ou de restructuration des groupes .

Le procédé a été ainsi utilisé pour ouvrir, aux actionnaires minoritaires une possibilité de retrait (d'ailleurs elle est appelée "offre publique de retrait").

Dans tout ce qui suit l'O.P.A sera étudié comme un moyen de prise de contrôle et par la suite comme une stratégie de croissance externe.

Dans l'O.P.A : il y a deux parties en présence :

- une attaquante : l'initiateur ;
- une autre attaquée : société visée ou la cible ou encore la société convoitée.

Les différentes variables à fixer par l'initiateur lors d'une prise de contrôle par voie d'O.P.A sont : le prix d'achat, la quantité de titres demandée et la durée de l'offre.

Le prix d'achat : Le prix d'achat proposé en vue de prendre le contrôle d'une société est supérieur au cours boursier moyen qui correspond au prix de l'action minoritaire. En fonction des quantités détenues les actions changent de nature. En effet, l'initiateur n'achète pas seulement un droit au dividende mais une certaine quantité d'actions qui lui donnera le contrôle de la société visée. Il est donc prêt à payer " une prime de contrôle

La quantité de titres demandée : L'initiateur précise le nombre minimal de titres qui doivent être présentés à l'offre pour que celle-ci ait une suite positive.

La période de l'offre : L'offre publique est valable pendant une certaine durée qui ne peut être inférieure à un mois.

L'offre publique d'acquisition peut revêtir divers formes. Ainsi on distingue différents types d'O.P.A.

4.1. L'offre d'achat ou d'échange

La première distinction usuelle concerne le mode de rémunération des titres acquis par l'initiateur.

Si la société acheteuse règle les titres qui lui sont présentés en espèces, il y a offre public d'achat (O.P.A)

Les fonds nécessaires peuvent être soit propres soit empruntés. Souvent, l'initiateur emprunte à court terme et refinance en partie son opération par la vente de certains actifs de la société acquise. Ainsi aux Etats Unis la pratique des junk bonds s'est développée pour financer l'acquisition par O.P.A, il s'agit des prêts à court terme à taux élevé.

Si le règlement est effectué par remise de titre on parle d'offre publique d'échange (O.P.E) Il s'agit le plus souvent d'actions ou d'obligations convertibles. Cette opération n'implique aucun décaissement de moyens financiers.

Si la société acheteuse règle une partie des titres en espèces et l'autre partie par remise de titres on parle alors d'offre publique mixte.

4.2. L'offre totale est l'offre partielle

L'offre publique d'acquisition vise soit tous les titres de la société convoitée, soit une fraction de ceux-ci.

L'offre totale permet à l'initiateur d'acquérir un contrôle général et de se dégager des contraintes inhérentes à la présence d'actionnaires minoritaires.

L'offre partielle ne vise quant à elle que l'acquisition d'un pourcentage donné du capital de la société convoitée. L'initiateur cherche dans ce cas à n'acquérir que le montant nécessaire pour exercer ou renforcer le contrôle sur la société visée.

Certaines législations imposent de faire porter l'offre sur l'ensemble des titres dans le but de faire respecter au mieux les intérêts des actionnaires minoritaires.

L'offre industrielle et l'offre financière

Une distinction est généralement faite entre les O.P.A industrielles et le O.P.A financières. Leurs auteurs veulent indiquer par là que certaines ont un but économique à terme, et que d'autres ne sont qu'un moyen de faire gagner de l'argent à leur auteur à court terme ; laissant entendre qu'il y a de bonne et de mauvaise O.P.A pour l'économie.

En fait, cette dichotomie n'est que superficielle et ne résiste pas à l'analyse. Elle n'a de mérite que celui d'éclairer les problèmes posée par les O.P.A

4.3. L'offre amicale et l'offre hostile

Il est traditionnel de qualifier les O.P.A soit d'amicales si les opérateurs trouvent un terrain d'entente, soit d'hostiles dans le cas inverse.

Ainsi, les offres publiques seront qualifiées d'hostiles, on dit aussi contestées ou encore sauvages, si les acheteurs agissant le plus souvent par surprise n'a pas obtenu l'accord de la direction de la société visée.

Au contraire, dans le cas d'O.P.A amicale, il y a concertation préalable et les parties coopèrent pour le succès de l'opération.

C'est ainsi que l'O.P.A est parfois célébrée comme le triomphe du capitalisme sauvage car elle risque de renverser l'ordre hiérarchique des mécanismes de contrôle des sociétés.

L'opposition à l'offre publique sur le marché par les dirigeants de la société visée crée une

compétitivité sur le marché de contrôle.

Elle peut bénéficier aux actionnaires vendeurs dans la mesure où ils obtiennent un prix plus important pour leurs titres. Ce cas se vérifie notamment quand les dirigeants de la société visée agissent dans l'intérêt de la société et des actionnaires en s'efforçant d'obtenir le prix le plus élevé. Le plus souvent, ces dirigeants agissent cependant pour maintenir leur pouvoir de contrôle et les divers avantages qui y sont liés. En effet, en cas de réussite de l'O.P.A ils perdent pouvoir, prestige et rémunération.

Ils s'opposent donc fréquemment aux O.P.A même dans le cas où les actionnaires seraient susceptibles d'en tirer un profit substantiel. Si les mesures adoptées par le management de la société visée réussissent à faire échouer l'opération, le cours des actions de la société retombe. Diverses études concluent qu'en cas d'échec d'une O.P.A agressive, le prix des titres diminue après un certain laps de temps pour atteindre le niveau qu'il avait avant l'annonce de l'offre, à moins qu'une nouvelle offre ne se manifeste.

4.4. LANCEMENT D'UNE OFFRE

Le projet d'offre publique est établi selon les normes fixées par le CMF⁵.

L'offre publique d'acquisition peut être soit une offre publique d'achat (OPA) ou une offre publique d'échange (OPE).

L'offre publique peut porter sur tout ou partie des titres de capital et des titres donnant accès au capital de la société.

Lorsque l'offre ne porte pas sur la totalité du capital, elle doit viser au minimum 10% des titres.

Selon l'article n°131, le projet de l'offre publique est déposé au CMF par un ou plusieurs intermédiaires en bourse garantissant pour le compte de la ou les personnes qui prennent l'initiative de l'opération, le caractère irrévocable des engagements pris.

A l'appui du projet d'offre publique, le ou les intermédiaires en bourse présentateurs déposent au CMF un dossier d'offre publique.

Dès que le CMF ait saisi le projet, il publie sur son bulletin un avis de dépôt et informe la bourse qui suspend la cotation des titres concernés.

La bourse publie un avis relatif à la suspension en raison de dépôt d'une offre publique.

Le CMF dispose de dix jours de bourse qui suivent le jour de dépôt du dossier pour se prononcer sur la recevabilité de l'offre.

Au cours du même délai le CMF informe la cible qui doit communiquer dans un délai de cinq jours de bourse une note d'information précisant :

- La répartition de son actionnariat.

⁵ *Le CMF : Le conseil du marché financier, c'est un organisme public doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière chargé de la régulation du marché financier. IL a sous son contrôle permanent la BVMT, les intermédiaires en bourse et la STICODEVAM*

- L'existence éventuelle d'accords avec des tiers.
- L'existence ou non d'accord entre l'initiateur et les dirigeants de la cible.
- La situation financière de la société.
- L'avis motivé du conseil d'administration sur l'offre publique.

Le CMF est habilité à exiger du ou des intermédiaires en bourse présentateurs, au cours de la période de dix jours, toute justification et garantie complémentaires et à requérir le dépôt d'une couverture en espèce ou en titres (article 133).

Il peut aussi demander le réexamen de son projet, s'il ne l'estime pas acceptable.

Si le CMF déclare l'avis d'offre publique recevable, il publie l'avis d'ouverture de l'offre sinon il publie un avis d'irrecevabilité.

La reprise de la cotation intervient deux jours de bourse après la publication de l'avis d'ouverture de l'offre ou de l'avis d'irrecevabilité de l'offre (article 134).

Les personnes qui désirent présenter leurs titres en réponse à l'offre transmettent leurs ordres aux intermédiaires qualifiés jusqu'à et y compris la date de clôture de l'offre (article 136).

Le résultat est communiqué au CMF, il fait l'objet d'un avis de bourse (article 138).

Si l'offre est déclarée sans suite, le même avis, ou un avis ultérieur précise la date à laquelle les titres qui auraient été présentés en réponse à l'offre seront restitués aux intermédiaires déposant.

Si l'offre comporte une suite positive, l'avis précise le nombre de titres acquis par l'initiateur.

Pendant la période entre la date de clôture de l'offre et la date de publication de l'avis annonçant que l'offre comporte une suite positive ou la date à laquelle les titres seront restitués aux intermédiaires déposants, l'initiateur de l'offre ne peut ni céder ni acheter les titres de la société visée (article 139).

4.5. LES OFFRES PUBLIQUES CONCURRENTES

Une offre publique concurrente d'une offre déjà ouverte peut être présentée au CMF (article 140).

La publication de cette offre rend nuls et non avenue les ordres émis en réponse à l'offre antérieure (article 142).

L'initiateur de l'offre antérieure, fait connaître au plus tard cinq jours de bourse après la publication de l'avis d'ouverture de l'offre concurrente, s'il maintient ses propositions initiales, y renonce, ou modifie la nature et les conditions de son offre initiale, surenchérit sur son offre publique d'achat ou modifie son offre publique d'échange (article 143).

Les personnes qui désirent répondre favorablement à l'offre, choisissent la ou les offres à auxquelles elles désirent présenter leurs titres (article 144).

Pendant la durée de son offre, l'initiateur est autorisé à intervenir sur le marché des titres de la société visée, sauf si l'initiateur s'est réservé la faculté de renonciation ou si l'offre ne porte que sur une partie des titres (article 150).

Les OPA concurrentes et les surenchères sont libellées à un prix supérieur d'au moins 2% du prix stipulé pour chacun des titres visés par l'OPA précédente et portant sur un nombre de titres au

moins égal à celui de l'offre précédente.

Toutefois, une OPA concurrente peut être déclarée recevable si son initiateur, sans modifier les prix, se limite à supprimer la condition d'un nombre minimal de titres ou propose d'acquérir au moins 10% de titres en sus de ceux visés par l'offre précédente (article 151).

4.6. LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT SIMPLIFIEES :

Le CMF peut autoriser l'emploi d'une procédure simplifiée d'offre publique d'achat ou d'échange, lorsque l'initiateur détient seul ou de concert les deux tiers, au moins, du capital et ou des droit de vote d'une société (article 155).

Avec accord du CMF une offre publique d'achat simplifiée peut être limitée à dix jours de bourse (article 157). En ce qui concerne les OPE le délai est de 15 jours.

4.7. INTERVENTION SUR LE MARCHE PENDANT LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

L'initiateur ne peut intervenir dans le cadre d'une OPE ou bien d'une OPA que s'il s'est réservé la possibilité de réduire le nombre de titres présentés au-delà d'un chiffre minimal. En dehors de ce cas, l'initiateur peut agir, mais s'il achète à un cours supérieur à 102 % du prix stipulé dans son offre, celle-ci est revalorisée automatiquement, ce qui rétablit une égalité de traitement entre les actionnaires.

Les autres acheteurs n'ont pas de restriction réglementaire particulière à l'encontre de leurs achats. Quels qu'ils soient, les opérateurs détenant ou venant à détenir 5 % des droits de vote de la société doivent publier quotidiennement leurs opérations sur le titre. Les ordres du RM doivent être couverts à 100 % (espèces ou titres), les options et opérations de contrepartie sont interdites.

4.8. OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE

La loi, relative aux déclarations de franchissement de seuil de participation dans le capital d'une société cotée, prévoit que toute personne physique ou morale qui vient à posséder plus de 1/20, 1/10, 1/2, 2/3 du capital d'une société cotée, doit en informer celle-ci dans un délai de quinze jours. Elle doit en informer également le Conseil des Bourses de Valeurs dans un délai de cinq jours de Bourse à compter du franchissement de participation. Ces informations doivent être communiquées dans les mêmes délais lorsque la participation au capital devient inférieure aux seuils déjà cités. L'offre publique obligatoire est une innovation de la loi de 1989. Elle posait le principe de l'offre publique obligatoire sur 2/3 des droits de vote en cas de franchissement du seuil de 1/3, qu'il s'agisse d'une prise de contrôle directe ou indirecte (filiale cotée par exemple).

Huit cas de figure, permettant de déroger à cette règle, existent ; c'est le cas lorsque :

- le franchissement résulte soit d'une transmission à titre gratuit ou d'une augmentation de capital en numéraire réservées à des personnels dénommés, soit d'un apport partiel d'actifs ou d'une fusion approuvée par les actionnaires de la société cotée ;
- l'acquisition au-delà du seuil de 1/3 n'excède pas 3 % du nombre total d'actions ou de droits de vote et les acquéreurs s'engagent à reclasser les titres en excédent dans un délai de 18 mois ;
- l'augmentation du pourcentage résulte de la réduction du nombre total des titres de capital ou des droits de vote de la société ;

- la ou les personnes détenaient déjà préalablement le contrôle de la société ;
- la société est déjà contrôlée majoritairement par un ou plusieurs actionnaires ;
- le franchissement vient du reclassement interne à un groupe de personnes contrôlant déjà la société, sans que le reclassement soit source de déséquilibre au sein du groupe ;
- il s'agit de l'augmentation de la participation directe ou indirecte d'un groupe qui consolide déjà dans ses comptes la société visée ;
- le franchissement du seuil résulte d'une convention d'actions de concert qui a été déclarée au CMF et dont la publicité a été assurée.

4.9. OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT (OPR)

L'offre de retrait s'entend comme la simple faculté offerte aux actionnaires de vendre leurs actions, assortie de l'obligation pour le groupe de contrôle de les acquérir.

Les cas obligatoires de mise en œuvre de cette procédure sont les suivants:

- transformation de la société en commandite par actions,
- flottant ramené à moins de 5 % des droits de vote. Dans ce cas, l'offre de retrait peut être proposée soit par le majoritaire soit par le minoritaire.

Le prix minimum de l'OPR doit être égal à la moyenne des 60 dernières Bourses.

Lorsque l'offre de retrait est présentée par l'actionnaire principal, la procédure d'OPR comporte à son issue, quel que soit son résultat, la radiation des titres de la Cote. L'OPR suivie d'un retrait obligatoire (*squeeze-out*) est désormais légale en France à condition que la valorisation des titres ait été réalisée sur une base multicritères et qu'un expert indépendant soit nommé.

4.10. LA NEGOCIATION DE BLOCS DE CONTROLE

La procédure de négociation de blocs (dite à présent offre publique d'achat simplifiée réalisable par garantie de cours) suppose le désir de prise de contrôle de la société. Elle a une portée plus limitée que l'offre publique, car elle nécessite l'accord de l'actionnaire qui détient le contrôle.

Elle entraîne certaines obligations et notamment la connaissance :

- de l'identité de l'acheteur et du vendeur,
- du nombre de titres ayant fait l'objet de la transaction,
- du cours auquel la transaction a été réalisée,
- de la durée pendant laquelle l'acheteur se portera acquéreur en Bourse.

La cession de blocs est une transaction de gré à gré qui se fait à un prix supérieur au prix coté pour une quantité de titres et de droits de vote faisant basculer le contrôle.

Le négociateur (acheteur) est dans l'obligation de racheter pendant 15 jours de bourse toutes les actions qui lui sont offertes.

Cette transaction présente donc les deux inconvénients suivants ;

- la négociation d'un bloc de contrôle implique l'accord préalable des dirigeants de la société visée : c'est une opération négociée ;
- l'acquéreur est obligé d'acheter en bourse toute les actions présentées.

Cette exigence représente pour l'acquéreur une charge de trésorerie qu'il ne peut évaluer par

avance avec précision et qui peut être finalement très lourde.

Compte tenu de ces deux points, de nombreuses sociétés (ou personne physique) préfèrent avoir recours à l'O.P.A

Généralement, la plupart des cessions de blocs se réalise à un prix supérieur au cours boursier. Le problème posé par cette procédure réside dans le fait que l'acheteur risque de voir apparaître la quasi-totalité des titres de la société qu'il sera tenu d'acquérir". Ainsi, tout comme l'offre publique, la négociation des blocs de contrôle doit viser 100 % du capital.

4.11. LE RAMASSAGE EN BOURSE

C'est la technique la plus simple à mettre en œuvre. Il suffit de passer, par l'intermédiaire de tiers, des ordres d'achat des actions visées. Mais là s'arrête la liste des avantages. C'est une opération très lente à mettre en œuvre, qui ne peut avoir d'efficacité que si les actions visées sont très dispersées dans le public. Il faut de plus quelles soient l'objet d'un marché nourri afin que les ordres d'achat ne provoquent pas de déséquilibre brutal.

Le ramassage doit être entrepris avec le maximum de discrétion. Alertée, l'entreprise visée chercherait à mettre en place très rapidement une défense. Informés, les spéculateurs ne manqueraient pas de s'intéresser aux titres. Les cours augmenteraient brutalement et la poursuite de l'opération serait très onéreuse.

La réglementation sur les déclarations du seuil retire beaucoup d'attrait à cette modalité de contrôle (le ramassage) , qui peut être un prélude efficace à une O.P.A où une O.P.E il permet d'entrer dans le capital et de constituer une première position qu'il faudra consolider.

4.12. LE PROBLEME JURIDIQUE DE L'ACTION DE CONCERT

Le règlement général du CMF a défini l'action de concert comme étant un accord conclu entre les personnes physiques ou morales en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société. Ce concept d'action de concert a pour objectif la transparence des opérations, notamment afin de déterminer le calcul des franchissements de seuil. Celui-ci comprend non seulement les droits de vote de la personne physique ou morale qui dépose le projet d'offre, mais aussi, et c'est là l'originalité de la loi, ceux des personnes qui agissent de «concert avec elle».

SECTION 5. LES PLANS ANTI-OFFRES PUBLIQUES

Si les autorités boursières sont favorables à la procédure des offres publiques, elles acceptent certaines ripostes dont l'objet est de se prémunir contre de telles offensives. Différents types de mesures juridiques ou financières peuvent être mises en place.

1. LA CONTRE OPA AMICALE

Elle est effectuée par un partenaire, avec l'accord de la société visée, méthode dite du «white knight» aux Etats-Unis. Un tel montage peut se retourner contre l'initiateur de la demande de contre-OPA ou OPE, et le «white knight» peut se transformer en raider : ce fut le cas lorsque Saint-Gobain, attaqué par BSN, a appelé Pont-à-Mousson pour contrer l'OPA qu'il subissait.

2. LES PACTES

Les pactes conclus avec des actionnaires ou avec des amis sûrs, bien que contrôlés par la loi, sont un moyen de déboucher sur des prises de participations amies susceptibles d'être, elles-mêmes,

regroupées dans un fonds anti-OPA.

Parmi les clauses les plus classiques, on trouve :

- le droit de préemption, par lequel un actionnaire qui reçoit une offre d'achat de la part d'un tiers doit proposer les titres visés en priorité aux membres du pacte ;
- le droit de préférence, ou «first refusal clause» par lequel un actionnaire désireux de vendre ses titres doit, préalablement à toute négociation, les proposer au bénéficiaire du droit de préférence. Au cas où ce dernier n'exercerait pas son droit, le vendeur peut librement céder ses actions ;
- le pacte de non-agression ou «standstill agreement» dans lequel les actionnaires s'engagent à ne pas acquérir de nouveaux titres de la société ;
- la convention d'apport à une OPA, où les actionnaires s'engagent à apporter leurs titres à l'initiateur d'une offre publique d'achat, quelles que soient les surenchères ultérieures.

3. LE PLACEMENT DE TITRES

Le placement d'un pourcentage significatif du capital (30 %) entre les mains de partenaires amicaux, méthode dite du «white squire», est également un montage utilisé pour contrer des OPA. C'est notamment le cas du montage réalisé par BSN en 1986 avec la constitution d'un club de banques ayant acquis des obligations à bons de souscriptions d'actions. Très contestable et quelquefois non efficace, ce système entraîne une inégalité de traitement entre les actionnaires et déprime le cours de Bourse. Il est moins utilisé à présent.

4. LA DIFFERENCIATION DES POUVOIRS ENTRE ACTIONNAIRES

La différenciation des pouvoirs entre actionnaires se caractérise par le fait que les plus fidèles actionnaires disposent de droits de vote multiples. L'institution d'un droit de vote double (multiple) est généralement subordonnée à la détention des actions pendant une certaine durée⁽²³⁾. Le droit de vote double ne peut être accordé qu'aux actions inscrites au nom d'un même titulaire depuis deux ans au moins (les statuts ne peuvent imposer un délai supérieur à quatre ans pour les sociétés cotées). Toutefois, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, le droit de vote double peut être accordé, dès leur émission, aux actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire en raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. Le droit de vote double favorise la concentration du pouvoir entre les mains d'actionnaires coalisés. C'est une technique utile pour se protéger contre toute tentative de prise de contrôle.

Dans les opérations à effet de levier, les droits de vote doubles sont applicables lors :

- du montage d'une reprise dans le cadre du RES (dérogation),
- de l'utilisation d'une société préexistante comme holding.

5. LA SEGMENTATION DES CONSEILS D'ADMINISTRATION ET LA LIMITATION DU POUVOIR

La segmentation des conseils d'administration en sous-groupes aux renouvellements fractionnés, garantit la stabilité de majorité. La limitation du pouvoir, par le biais de la clause d'agrément, permet d'écarter les administrateurs indésirables puisque tout candidat au poste d'administrateur devra, au préalable, avoir été agréé par le conseil d'administration. D'autres clauses existent qui ont pour but d'imposer des conditions d'éligibilité particulières (par exemple la nationalité).

6. L'AUTOCONTRÔLE

L'autocontrôle consiste à assurer son propre contrôle par l'intermédiaire d'une ou plusieurs sociétés dont une société détient directement ou indirectement le contrôle.

L'autocontrôle donnait également la possibilité de se prémunir contre des OPA hostiles dans la mesure où il permettait d'acheter une partie de son capital qui était limité en France à 10 %(24'. Cependant, depuis le 1^{er} juillet 1991, les droits de vote attachés aux actions détenues en autocontrôle sont totalement supprimés. Il s'agissait là d'une parade aux OPA. Toutefois, et c'est là un paradoxe, les sociétés peuvent contourner les inconvénients liés à la disparition des droits de vote. En augmentant l'autocontrôle, elles annulent indirectement des droits de vote et, de ce fait, la proportion des droits des majoritaires actuels augmente, et les risques d'OPA diminuent. En revanche, les opérations de rapprochement amical sont facilitées.

7. LE RACHAT DE SES PROPRES ACTIONS

Le rachat de ses propres actions par une société peut se rencontrer dans trois cas distincts :

- la réduction de capital non motivée par des pertes,
- la régularisation des cours,
- l'attribution aux salariés.

Dans le cas d'une régularisation des cours, l'assemblée générale ordinaire définit les modalités du rachat dont la validité ne peut excéder 18 mois. Les sociétés peuvent également acquérir leurs titres afin de les attribuer à leurs salariés mais le délai de détention est alors réduit à 1 an.

8. LA TRANSFORMATION DE LA SOCIÉTÉ EN SOCIÉTÉ EN COMMANDITE PAR ACTIONS

Ce type de société permet, en effet, aux associés de prévoir dans les statuts une quasi-irrévocabilité de la gérance, sauf cas de révocation judiciaire.

9. LES AUTRES PARADES ANGLO-SAXONNES

Ces parades peuvent être montées à condition de prévoir dans les statuts de la société :

- soit une clause dite de «fair price», indiquant que le rachat ne peut être effectué qu'avec l'assentiment des actionnaires ;
- soit une clause dite de «poison pills». Il s'agit d'un dispositif anti-OPA qui a pour but d'éviter la dilution du pouvoir. On instaure une limitation du nombre des droits de vote concentrés entre les mains d'actionnaires. Cette disposition a été utilisée par plusieurs groupes. Il est tenu compte de la répartition du capital pour fixer le seuil maximal de limitation des droits de vote. Celui-ci est en principe supérieur à la participation du plus gros actionnaire. Si elles renforcent le contrôle de la coalition, les limitations du pouvoir n'interdisent pas les prises de contrôle ;
- la pratique des «crown jewels» peut être également employée. Elle consiste à vendre, durant l'offre, ses actifs les plus attrayants. Cela est réalisé sur la base d'une promesse de vente que la société a préalablement consentie à des amis et qui ne peut être levée qu'en cas d'attaque;
- enfin, le rachat «à prix d'or» de la participation acquise par un raider peut également être entrepris. Les Anglo-Saxons appellent cela le chantage au billet vert (greenmail).

La plupart de ces montages sont dangereux et même quelquefois impossibles à appliquer en France du fait d'une possible reconnaissance, par la législation, d'abus de biens sociaux, de fautes de gestion et également de ce que l'on appelle «l'abus de majorité».