

Chronique financière et boursière



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

I Actualités jurisprudentielles

OPE. Échange d'ORANE contre des actions. Difficulté tenant au risque de faible liquidité du marché des ORANE.

Décision du CMF des 22 juillet et 28 août 2003. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers », 3^e éd., Litec, 2001, n° 791 s.

Une offre publique d'échange proposant des ORANE en contrepartie des actions de la société cible doit tenir compte du risque d'illiquidité de leur marché si elles sont souscrites en faible quantité. Une solution consiste à permettre au souscripteur d'exiger un remboursement des ORANE à tout moment si le nombre demandé est inférieur à un certain seuil.

La société Électricité et Eaux de Madagascar (EEM) a lancé une offre publique d'échange sur la société Groupe Gascogne, dont la particularité était de proposer l'échange des actions Gascogne avec des Obligations remboursables en actions nouvelles ou existantes (ORANE). L'initiateur détenait 29,47 % du capital et 26,77 % des droits de vote et se proposait d'acquérir la totalité du reste. À l'origine, les ORANE présentaient les caractéristiques suivantes : trois obligations EEM pour une action Gascogne ; remboursement différé de plusieurs années des obligations ; paiement différé du coupon. Le CMF, après avoir exigé une attestation d'équité, a demandé à l'initiateur de modifier son projet pour tenir compte des insuffisances de l'évaluation, du risque d'illiquidité du marché des ORANE et de l'aléa relatif à leur rendement.

En quoi le CMF avait-il le pouvoir de demander de telles modifications ? Il s'est appuyé sur l'article 5-1-9 de son Règlement général, par lequel il se réservait, pour apprécier la recevabilité d'un projet, d'examiner les objectifs et intentions de l'initiateur, le prix ou la parité d'échange en fonction des critères d'évaluation objective usuellement retenus. Plus largement, il s'était réservé le pouvoir de demander la modification du projet s'il considérait que celui-ci pouvait porter atteinte aux principes généraux des offres posés à l'article 5.1-1 de son Règlement

général : égalité des actionnaires, transparence et intégrité du marché, loyauté dans les transactions et la compétition. Pas de doute, l'insuffisante qualité de l'évaluation entre dans ces prévisions, même s'il n'est pas certain que ce point entre dans celles du législateur. En revanche, les deux autres reproches faits au projet étaient beaucoup plus éloignés de ces considérations. On peut cependant admettre, avec une certaine largesse d'esprit, que la crainte d'une insuffisante liquidité du marché des ORANE et l'aléa sur le rendement du titre avaient à voir avec la loyauté de la transaction, l'évanescence de ce principe permettant de lui faire recouvrir à peu près tout. Il est vrai que les actionnaires de la cible auraient pris un risque réel en acceptant l'échange tel qu'il était proposé initialement, les ORANE ainsi remises pouvant ne pas être assez nombreuses pour former un marché un tant soit peu actif. Il y allait donc de l'efficacité du marché et de l'intérêt des investisseurs, ce qui était sans doute suffisant à justifier l'intervention du CMF, au moins en opportunité.

L'initiateur a répondu aux vœux de l'autorité de régulation. Il a fait renforcer le travail d'évaluation des deux sociétés de manière à complètement mettre en œuvre l'approche multicritères. Il a décidé d'accorder un droit de remboursement anticipé des ORANE à tout moment, au gré des porteurs, dans l'hypothèse où leur nombre serait inférieur à 600 000, seuil au-delà duquel le marché de ces titres a été considéré comme suffisamment liquide. Il a enfin supprimé tout aléa sur le rendement du titre en supprimant la clause de différé des intérêts, ceux-ci devenant payables dès la première année, et en augmentant leur taux d'un point. Grâce à ces aménagements, l'opération a pu être lancée. Elle a néanmoins échoué, seulement 5,08 % du capital de la cible ayant été apportés à l'offre. Il est vrai que le long avertissement dont la COB a assorti son visa, les réserves des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés de l'investisseur et la résistance des dirigeants de la cible, ont pu décourager les actionnaires de la cible.