

# L'OPA de Mittal sur Arcelor, un cas d'école d'harmonisation législative européenne



**Denis Van Den Bulke**, avocat à la cour à Luxembourg et au barreau de Bruxelles, spécialiste du droit des sociétés et du droit bancaire et financier, stigmatise la lenteur d'application des directives européennes.

**L'offre publique d'achat (OPA) de Mittal Steel sur Arcelor semble imbriquer de nombreuses autorités nationales et une confusion de leurs rôles. Comment y voir clair?**

La situation se présente, en fait, comme un véritable cas d'école d'harmonisation législative européenne. Elle est apparemment complexe car elle implique de nombreuses places de cotation:

règles de conduite sur les marchés financiers dans toutes ces juridictions. **Cette dimension paneuropéenne ne devrait-elle pas être de nature à faciliter le contrôle et le déroulement de l'OPA?**

L'optimiste européen aurait pu clairement espérer que, dans un «playing field» européen en phase d'harmonisation, ce type

le contrôle de l'offre est celle du lieu du siège de la société cible si ses titres y sont également cotés. Dans ce cadre, c'est donc le Luxembourg (1), en l'occurrence la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF), qui devrait diriger les opérations. En vertu de la même directive, le document de l'offre doit être remis à la CSSF, et, une fois revu et approuvé par elle, il doit bénéficier d'une reconnaissance automatique dans tous les autres Etats membres sur les marchés desquels les titres d'Arcelor sont négociés et sans devoir obtenir une autorisation de contrôle... Sous la réserve toutefois de traduction et de certains ajouts ayant trait à des particularités locales ou des informations fiscales. Cette procédure de document unique ne sera la règle que lorsque la directive OPA sera d'application directe le 20 mai 2006. D'ici là, les féodalités nationales peuvent encore se faire valoir en imposant leurs propres exigences locales au document d'OPA. Voilà pourquoi Mittal Steel est toujours tenu, en appliquant un principe de prudence, de déposer le document détaillant les conditions de l'offre dans les pays où la loi l'exige, à savoir les Pays-Bas, l'Espagne, la Belgique et le Luxembourg. Les autorités françaises se maintiennent actuellement en retrait, se contentant de veiller à assurer le bon fonctionnement du marché. Le groupe Mittal Steel s'expose ainsi à devoir satisfaire à la carte, selon le principe du plus grand commun dénominateur, aux exigences les plus strictes de chacun de ces pays... Au-delà, les délais d'approbation, les critères d'information ou encore les obligations de confidentialité étant distincts dans ces pays, il pourrait en résulter une cacophonie juridique qui pourra nuire à la cohérence de l'offre et du déroulement de l'opération.

(Photo: Moïse Dequinez)



Le déroulement actuel de l'opération Mittal/Arcelor montre la fragmentation persistante des marchés et le manque de cohérence de l'information aux actionnaires.

*L'optimiste européen aurait pu clairement espérer que dans un «playing field» européen en phase d'harmonisation, ce type d'OPA soit contrôlée et réglée par un interlocuteur principal unique.*

Paris, Bruxelles, Amsterdam, Madrid et Luxembourg, dont les marchés obéissent à des règles similaires mais non identiques. Toutefois, les deux acteurs principaux Mittal Steel et Arcelor, respectivement sociétés néerlandaise et luxembourgeoise, maintiennent une dimension purement communautaire à l'OPA. Techniquement, l'opération en cours est triple: elle combine une émission de titres de Mittal sur les marchés néerlandais et français d'Euronext, soumise aux formalités de prospectus; une offre publique de titres Mittal dans chacun des marchés dont relève Arcelor; et une offre d'achat des titres d'Arcelor requérant le dépôt d'un document d'information aux actionnaires.

Tout en négligeant les législations de concurrence ou anti-trust, l'opération enchevêtrée donc des règles juridiques attendantes au droit des sociétés, à l'appel public à l'épargne, la protection des investisseurs et au

d'OPA soit contrôlée et réglée par un interlocuteur principal unique. Au contraire, l'absence actuelle d'adoption concomitante de directives européennes à vocation harmonisante (essentiellement les directives prospectus et OPA), ainsi que la discordance entre Etats dans la manière de les appliquer, réjouit le pessimiste européen. Si toutes les règles européennes en cours d'harmonisation avaient été adoptées, un seul document d'information de base complet et détaillé aurait pu servir de prospectus et de document d'offre publique d'achat et d'échange. Le déroulement actuel de l'opération montre la fragmentation persistante des marchés et le manque de cohérence de l'information aux actionnaires.

**Dans ce concert d'intervenants, quelle est l'autorité qui garde la main et tient le dernier mot?**

En vertu des critères puisés dans la directive OPA, l'autorité com-

rait judicieux et raisonnable que les autorités s'entendent pour passer la main au Luxembourg sur l'opération. Ce choix est logique, puisqu'il est celui de la directive dont les dispositions pourraient interférer tôt ou tard dans le processus.

**L'adoption en hâte de la directive européenne sur les OPA pour combler une lacune juridique cache-t-elle des intentions défensives inavouées du gouvernement luxembourgeois?**

Je ne le pense pas. On ne peut pas taxer un gouvernement de sournoiserie à témoigner d'un zèle empressé à remplir ses obligations légales de transposition de directive. Selon le principe universel qui veut que la fonction crée l'organe, le Grand-Duché n'a jamais senti le besoin de légiférer en matière d'OPA puisqu'en raison de son marché étroit, il peut rarement en être le théâtre. En la circonstance, il a donc toujours préféré une approche pragmatique et consensuelle, traitant les rares opérations qu'il a connues (CLT, Dexia, BGL) en

tives voisines les mieux adaptées.

En raison de l'ampleur et de la résonance internationale de l'OPA en cours, le Luxembourg a décidé rationnellement d'inscrire son action dans un cadre législatif transparent: il y va de sa crédibilité internationale s'il entend jouer un rôle moteur de place financière. Bien au contraire, l'absence de législation aurait pu laisser les coudées franches aux autorités, qui auraient ainsi pu agir selon une ligne prétorienne et juger de manière opportuniste l'opération. L'adoption du projet de loi est ainsi de nature à éliminer l'insécurité juridique actuelle et clarifier les règles du jeu.

**L'adoption de ce projet de loi transposant la directive OPA ne donne-t-elle cependant pas carte blanche au conseil d'administration d'Arcelor pour assurer sa défense?**

La directive OPA pose le principe que toute mesure de défense est du ressort des actionnaires et non du conseil d'administration

tous les mécanismes de restrictions au transfert ou droits de vote doivent être neutralisés (article 11).

Les Etats membres peuvent toutefois affranchir leurs propres entreprises de ces principes, si celles-ci le souhaitent. Le projet luxembourgeois prévoit d'exercer cette faculté et de laisser le choix aux entreprises de faire appel ou non aux actionnaires ou de geler les restrictions. Si Arcelor exerce cette option, elle se donne le champ libre pour assurer sa défense sans entrave.

L'adoption du projet pourrait sans doute favoriser également Arcelor sur deux points. La procédure de squeeze-out (cession forcée des titres des actionnaires au raider) n'est permise que si Mittal Steel acquiert 95% des titres. Si l'Etat luxembourgeois refuse de rallier le banc des vendeurs et, donc, de céder les 5,6% qu'il détient, il pourra s'opposer à une acquisition de 100% des titres et, donc, à une fusion entre les entités. Ceci serait de nature à fragiliser le projet industriel de Mittal.

Le principe du respect de l'égalité de traitement des actionnaires de même catégorie et coupe le pied à la jurisprudence traditionnelle développée dans l'affaire CLT. Selon celle-ci, un raider peut acquérir au prix fort une majorité de contrôle, sans être tenu d'étendre son offre à l'ensemble des actionnaires. En cas de succès mitigé de l'OPA, cette jurisprudence aurait ainsi permis à Mittal d'éviter de déboursier les sommes nécessaires au rachat du solde des actions en vente.

Avec ce projet de loi, Mittal Steel est donc désormais tenu de racheter les actions à tous les actionnaires sans pour autant espérer atteindre la fusion convoitée. Avec cette nouvelle donne, le résultat de l'OPA peut donc s'avérer imparfait.

**Quels sont les instruments de défense juridique à disposition d'Arcelor?**

Ce sont les règles de droit luxembourgeois qui détermineront les actions autorisées pour déjouer l'OPA. Il n'est en la matière guère d'un large spectre d'actions, tant qu'elles sont menées dans l'intérêt de la société et des actionnaires et ne nuisent pas aux règles de fonctionnement des marchés. Par ailleurs, le droit luxembourgeois ne prévoit aucun mécanisme de protection du raider contre des mesures intempestives de défense de la cible. La voie est donc doublement libre pour Arcelor. La lecture des statuts d'Arcelor montre que le conseil d'administration dispose jusqu'au 11 décembre 2006 d'un capital autorisé de 5 milliards d'euros (partiellement déjà réservé), qui lui permet de diluer le groupe Mittal en émettant des actions nouvelles ou des instruments hybrides tels que des droits de souscription, obligations convertibles ou remboursables en actions. Cette autorisation pourrait ainsi permettre de distiller des armes de défense («poison pills») au goût désagréable pour Mittal. Les statuts prévoient également la possibilité de contrer des offres hostiles par le rachat par la société ou ses filiales de 10% maximum de ses actions, sous réserve toutefois du respect du fonctionnement des règles de marché. Ces techniques de dilution sont cependant efficaces en cas de bloc de minorité consistants; elles les sont moins en cas d'atomisation de l'actionnariat comme celui d'Arcelor. Aux techniques juridiques peuvent s'ajouter celles à consonance financière: assèchement de la trésorerie par la distribution de dividendes ou rachat d'actions pour mettre en échec une volonté éventuelle de Mittal de financer l'acquisition par le cash disponible d'Arcelor, création d'endettement, vente ou cessions d'actifs stratégiques, voire achats massifs d'actifs pour rendre la mariée plus encombrante ou économiquement moins jolies. Toutes les options restent néanmoins ouvertes, mais leurs vertus préventives pourraient s'avérer réduites. En clair, le film de l'OPA se déroulera dans les prochains mois à la «manière de Le-louch»: le scénario n'est pas encore écrit et s'inventera au fil du «tournage». ■

(1) Article 4, 2 a) de la Directive 2004/25/CE.