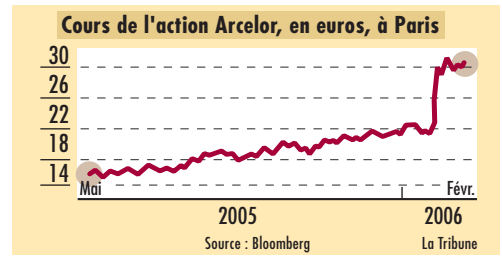


CHRONIQUE DES MARCHÉS

PASCAL BOULARD

Pouvez-vous payer plus M. Mittal ?



Après la publication des résultats de Mittal Steel et d'Arcelor la semaine dernière, une chose semble claire : Mittal est loin d'avoir gagné la partie. L'équivalent de 28,21 euros par titre Arcelor proposé par Mittal n'est plus suffisant pour convaincre les actionnaires d'Arcelor d'apporter leurs titres. Fort des perspectives présentées par Arcelor pour 2006, la valorisation théorique du groupe ne peut qu'augmenter. Pour en avoir une idée, on peut retenir le dividende, qui devrait être porté à 1,20 euro par action, ou on peut également tabler sur l'hypothèse d'un bénéfice par action de plus de 4 euros cette année. Quel multiple appliquer à cette estimation ? On ne peut pas prendre l'inverse du taux moyen du marché obligataire pour une industrie cyclique mais on peut retenir un multiple compris entre 7 et 9, voire 10 si on applique une prime pour la prise de contrôle. Cela nous donne une fourchette, large, de 28 à 40 euros. Cette estimation ne tenant pas compte de l'intégration de Dofasco, on doit se situer dans le haut de la fourchette. Précisons qu'en temps normal (sans la proposition de Mittal) la publication des résultats d'Arcelor aurait provoqué une hausse du titre, et une flopée de recommandations d'achat par les analystes financiers. Par ailleurs, le groupe peut présenter des arguments d'ici à la fin du mois pour convaincre ses propriétaires de le rester : ses marges sont moins volatiles que la concurrence, elle est un acteur d'une consolidation graduelle et sans doute maîtrisée (Dofasco), elle peut continuer à réduire ses coûts et elle possède des réserves de croissance en Turquie et au Brésil. Conclusion : pour un actionnaire institutionnel d'Arcelor, son titre doit valoir plus cher. Il peut soit refuser l'offre de Mittal, soit lui demander plus d'argent, notamment du cash, et, dans le cas d'une partie en titres, un abandon des droits de vote double de la famille.

LES 28,21 EUROS
PAR TITRE PROPOSÉS
PAR MITTAL NE SONT
PLUS SUFFISANTS.

ARCELOR PEUT
CONTINUER À
RÉDUIRE SES COÛTS
ET POSSÈDE
DES RÉSERVES
DE CROISSANCE.

l'analyse du jour VERS UN CADRE LÉGISLATIF PLUS TRANSPARENT

Le Luxembourg mis à l'épreuve des OPA

■ La transposition de la directive sur les OPA permet de clarifier les règles du jeu et d'affirmer la primauté du régulateur luxembourgeois sur l'opération.

■ Et c'est bien dans l'arsenal juridique du Luxembourg qu'Arcelor pourra tirer des outils pour déjouer l'offre.

A ce jour, il n'existe pas au Luxembourg d'ensemble complet de lois et règlements encadrant les opérations d'OPA-OPE. En raison de l'étroitesse de son marché boursier, le Luxembourg a toujours préféré le pragmatisme à un cadre juridique qui aurait vite pu s'avérer étriqué. Ceci ne signifie nullement que les OPA y sont totalement dérégulées. La législation relative à la surveillance des marchés financiers et au prospectus, ainsi que les lignes de conduite européennes sont autant de règles y encadrant ces opérations. Le Luxembourg puise aussi ses sources d'inspiration dans les pays limitrophes tels que la Belgique ou l'Allemagne. On ne doit pas voir de malice dans l'adoption pressée du projet de loi de transposition de la directive européenne sur les OPA, qui doit en tout état de cause entrer en application avant le 20 mai 2006. En raison de l'ampleur et de la résonance de l'offre de Mittal Steel sur Arcelor, le Luxembourg a décidé d'inscrire son action dans un cadre législatif plus transparent. L'adoption du projet de loi est ainsi de nature à éliminer l'insécurité juridique actuelle et clarifier les règles du jeu.

Les coudées franches. Si le projet de loi vise d'abord à donner des lignes directrices aux autorités, il présente d'indéniables vertus attractives pour le gouvernement luxembourgeois. Il lui permet ainsi de confirmer sans discussion la primauté de l'autorité luxembourgeoise, la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF), dans le contrôle de l'OPA. En laissant l'option au conseil d'administration d'organiser sa défense sans recours aux actionnaires et d'éviter le gel des restrictions de transferts et droits de vote, le projet de loi donnera les coudées franches à Arcelor pour exercer sa défense. Par ailleurs, le projet prévoit que Mittal Steel pourra exiger des détenteurs d'actions « *récalcitrants* » qu'ils les lui cèdent à un juste prix s'il acquiert au moins 95 % du capital et des droits de vote d'Arcelor. L'État luxembourgeois, détenteur de 5,6 % du capital d'Arcelor, peut ainsi éviter son éviction du capital en cas de succès de l'offre.

Portée limitée. Enfin, le projet de loi consacre le principe du respect de l'égalité de traitement des actionnaires et coupe le pied à la jurisprudence actuelle (Affaire RTL Group), selon laquelle 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 de configurer à sa guise le pourcentage d'actions à acquérir. Avec le nouveau texte, Mittal Steel est tenu de désintéresser tous les actionnaires aux mêmes conditions.

En tout état de cause, ce sont les règles de droit luxembourgeois qui détermineront les actions autorisées pour déjouer l'offre hostile. Les techniques juridiques pourront cependant vite trouver leurs limites dans les règles de fonctionnement des marchés. L'attitude de l'AMF qui exerce son pouvoir de régulation sur la portion la plus significative des titres d'Arcelor sera à cet égard particu-



Le siège d'Arcelor à Luxembourg.

L'ADOPTION
DU PROJET DE LOI
EST DE NATURE
À ÉLIMINER
L'INSÉCURITÉ
JURIDIQUE
ACTUELLE.

lièrement décisive. Il semble clair que les dirigeants d'Arcelor ont péché par manque d'anticipation et d'imagination dans l'organisation juridique de leur protection contre un rachat non sollicité. La revue des statuts permet de noter qu'Arcelor s'est ménagé un capital autorisé permettant au conseil d'émettre des actions et instruments dilutifs pour un montant maximal de souscription de 5 milliards d'euros (déjà partiellement utilisé et réservé), ainsi qu'un programme de rachat d'actions. On ne peut s'empêcher d'estimer que cette défense élémentaire devait rapidement apparaître insuffisante, surtout lorsque l'on connaît le large spectre de solutions qu'offre le droit luxembourgeois.

Cette attitude est d'autant plus coupable que les dispositions préventives sont essentielles en matière d'OPA inamicale : non seulement elles jouent un rôle dissuasif pour l'acquéreur mais sont également plus aisées à mettre en œuvre, une fois l'offre déclenchée. Arcelor, aguerrie à des exercices d'offres publiques, ne pouvait ignorer que l'atomicité de son capital constituait une de ses plus grandes faiblesses, rendant d'autant plus indispensable une protection juridique bien aiguë. Enfin, le droit luxembourgeois, qui ne prévoit aucun mécanisme de protection du raider contre des mesures intempestives de défense de la cible, n'était pas de nature à créer d'entrave à sa stratégie anti-OPA.

Primauté du financier. Sous cet angle, on peut mieux comprendre pourquoi la politique de communication d'Arcelor reste discrète sur ses défenses purement juridiques. Elle est par contre plus disert sur le volet financier : assèchement de la trésorerie par des distributions de dividendes ou rachat d'actions, cessions ou achats d'actifs. Ces techniques pourraient cependant créer des effets secondaires indésirables comme une réduction de valeur pour l'investisseur et ne pas recevoir l'agrément de la CSSF en charge de sa protection. L'argumentaire actuellement développé qui incite les actionnaires à ne pas « *troquer* » des actions Arcelor « *haut de gamme* » contre des actions Mittal « *bas de gamme* » ou à exiger une offre en liquide supérieure aura-t-il la force de conviction nécessaire pour contrer les visées de Mittal ? L'avenir le dira. On peut toutefois noter, à la lecture de son dernier communiqué du 16 février, que la CSSF entend appeler les actionnaires à prendre leur décision « *en connaissance de cause* », et donc à peser à deux fois la valeur de l'offre, avant de participer à l'échange.

Denis Van Den Bulke,
avocat à la cour à Luxembourg
et au barreau de Bruxelles

Lire page 12