# LES MARCHES D'ACTIONS

***A) Le marché primaire des actions***
***B) Le marché secondaire des actions***

## A) LE MARCHE PRIMAIRE DES ACTIONS

*C'est le marché des actions lors de leur émission.*

Quand une action est émise par une société et placée de gré à gré auprès de souscripteurs, sans appel public à l'épargne et sans qu'une inscription auprès d'un marché organisé soit prévue, il n'y a pas de procédure particulière.

L'émission d'une action est très semblable à celle d'une obligation. La plupart du temps un syndicat de banques est constitué par un chef de file pour préparer le placement du titre auprès des investisseurs et en négocier les conditions avec l'émetteur. On ne reviendra pas ici sur cet aspect.

La situation traitée ici est celle d'un titre annoncé comme devant être inscrit à la cotation de la bourse pour pouvoir être négocié ensuite. On s'intéressera à deux problèmes :

- Celui de l'introduction des titres d'une société qui ne l'était pas auprès d'un compartiment de la bourse.
- Celui de l'inscription de titres supplémentaires lors d'une nouvelle émission de titres déjà inscrits.

### 1) La préparation de l'introduction de nouveaux titres

#### i) *Pourquoi introduire des titres en bourse ?*

L'introduction des titres d'une société sur un marché organisé de titres présente des avantages pour les porteurs et pour les émetteurs.

**Pour les porteurs**

Pour les porteurs elle assure une liquidité accrue des titres en adhérant à une institution de négociation plus efficiente. Leur patrimoine est de ce fait plus disponible et moins risqué.

**Pour les émetteurs**

Pour les émetteurs, la liquidité plus grande facilite l'émission ultérieure de nouveaux titres et facilite leur placement. Elle présente des avantages complémentaires :

✓ Le cours de bourse fixe une *valeur de référence* pour l'entreprise.

- ✓ En acceptant les contraintes d'information et de transparence et le risque d'une évaluation par le marché la société donne aux investisseurs **un signal** *qui est un appel à leur confiance*.
- ✓ Les émetteurs accèdent à des *ressources de financement plus larges* que celles ouvertes par les cercles de relations de gré à gré ou directement intermédiées.
- ✓ *L'accès au marché obligataire* est plus ouvert pour les sociétés qui remplissent les conditions d'accès à un marché organisé d'actions.
- ✓ *Les possibilités de croissance externe* par échange de titres sont facilitées.

Au-delà de ces avantages des conditions existent pour obtenir l'introduction en bourse. Les développements suivants s'appliquent à Euronext-Paris.

### ii) *Les conditions préalables à l'introduction*

L'introduction en bourse d'une société qui ne l'était pas est un processus long dont on verra ensuite quelques aspects. Il commence par une mise en conformité de la société avec les exigences du marché.

#### Adaptation de la composition du capital.

Elle comporte trois types de conditions :

- *Un flottant* – c'est-à-dire une capitalisation disponible pour les transactions – suffisant en montant et en pourcentage de la capitalisation totale de la société. Cette condition est nécessaire d'une part pour assurer la liquidité du titre et d'autre part pour que le droit au contrôle associé aux actions négociées ait un sens.
- *Un nombre suffisant de titres*. Il est en outre recommandé que *la valeur unitaire de ces titres ne soit pas trop élevée* pour permettre les transactions portant sur de petits montants et améliorer la liquidité du titre. L'augmentation du nombre de titres – par distribution gratuite sans augmentation de capital – permet d'obtenir ce résultat.
- *L'homogénéisation du titre*. La différenciation des actions et l'existence de clauses restrictives fait rend difficile leur connaissance par les investisseurs et limite certains droits (par exemple ce droit au contrôle). Les porteurs n'aiment pas ces limitations à leurs droits et les sanctionnent par une décote des actions concernées. Elles obligent pratiquement à inscrire une ligne de cotation par titre différent d'une même société, ce qui est compliqué pour les investisseurs et coûteux pour l'émetteur.

#### Mise en place d'un système de comptes conforme.

La société qui demande l'inscription prend des engagements de publicité sur les comptes rendus des assemblées générales, les modifications des statuts et celles qui concernent le titre, les émissions de nouveaux titres et

l'attribution éventuelle des droits de préférence, de priorité ou droits de vote double.

Elle s'engage à informer Euronext-Paris ainsi que la COB et le CMF sur ces points ainsi que sur toute décision susceptible d'affecter la valeur du titre.

Le règlement général du CMF prévoit que le rapport rédigé par Euronext-Paris lors de l'inscription d'un titre à la cote précise la pratique comptable de la société et les engagements qu'elle prend pour l'avenir en cette matière.

**Mise en place d'un plan de communication.**

- *Vers les autorités de gestion et de contrôle du marché.*

  Les deux premiers éléments en sont le visa et le prospectus de l'AMF.

- *Vers les actionnaires*

  La société candidate à l'inscription est invitée à des pratiques d'information et de transparence complémentaires facilitant la diffusion des informations obligatoires, soit par transmission directe, soit par l'intermédiaire de la presse économique et financière. Elle peut aussi organiser des assemblées d'information les concernant tous ou ceux des actionnaires qui détiennent des blocks de titres.

### iii) *Le choix d'un compartiment*

Chaque place boursière est organisée en un certain nombre de compartiments.

| Réorganisation de la cote d'Euronext – Février 2005 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Euronext-Paris avant** | | | **Eurolist-Paris** | |
| Premier Marché (358 sociétés) | Valeurs françaises | | Valeurs françaises (675 sociétés) | Catégorie 1 : Capitalisation boursière supérieure à 1 G€ (95 sociétés) |
| | Valeurs euro | | | Catégorie 2 : Capitalisation boursière entre 150 M€ et 1 G€ (158 sociétés) |
| | Valeurs internationales | | | Catégorie 1 : Capitalisation boursière inférieure à 150 M€ (422 sociétés) |
| Second Marché (306 sociétés | Valeurs françaises | | | Compartiment spécial |
| | Valeurs euro | | Valeurs euro (53 sociétés) | Classement alphabétique sans distinction de capitalisation |
| | Valeurs internationales | | | |
| Nouveau Marché (133 sociétés) | | | Valeurs internationales (69 sociétés) | Classement alphabétique sans distinction de capitalisation |
| | Compartiment spécial | | | |

Chacun de ces compartiments est caractérisé par une organisation et des méthodes de cotation (microstructures) adaptées à la liquidité des titres qui y sont inscrit, au niveau de capitalisation flottante des sociétés inscrites et celui de l'activité des négociations qui portent sur lui.

Le nombre de ces compartiments pour une bourse dépend du nombre total de titres qu'elle traite et du volume des transactions qu'elle organise.

Il importe pour la société émettrice des titres de ne par se tromper de compartiment car le coût de gestion du titre d'un compartiment où les exigences de liquidité sont importantes est élevé. A l'inverse un marché moins exigent ouvre des possibilités d'accès au financement plus limitées.

Les conditions préalables à l'introduction s'appliquent de façon plus ou moins contraignante selon les compartiments.

## 2) Les émissions postérieures de titres

Une société dont les actions sont inscrites à la cote à l'un des compartiments du marché peut souhaiter émettre d'autres actions. Différentes situations peuvent se présenter selon qu'il y a ou non apport en numéraire et que les nouveaux titres sont ou non identiques aux anciens.

La procédure d'émission et les techniques qu'elle met en œuvre ne sont pas différentes de celles de l'émission.

### i) *Augmentation du nombre de titres sans apport en numéraire*

Dans ce cas, l'émission de titre n'ajoute rien à la valeur de l'entreprise.

**Distribution d'actions « gratuites »**

La valeur nominale des actions est réduite à proportion du nombre d'actions nouvelles créées. Il est probable que le marché adaptera le cours de bourse dans les mêmes proportions, sauf s'il considère que des titres de valeur unitaire plus réduite sont plus faciles à négocier et donc de valeur supérieure.

**Calcul de la valeur du titre après une distribution d'actions gratuites**

Soit une société de capital social : $K$ = 1 M€ constitué de $N$ = 100.000 actions de valeur nominale $E$ = 10€. $K = N*E$

Son dernier cours était de C = 600€, soir une capitalisation boursière $V = N*C$, soit $V$ = 60 M€.

La société décide la distribution « gratuite » de $N'$ = 300.000 actions aux actionnaires à raison de 3 pour 1 détenue. $K$ et $V$ sont donc inchangés. Quelles sont désormais les nouvelles valeurs $E'$ et $C'$ de $E$ et $C$ ?

$K = N \times E = (N + N') \times E'$ ce qui donne : $E' = \frac{N}{N + N'} \times E$ . Dans l'exemple : $E' = 2{,}5\varepsilon$

$V = N \times C = (N + N') \times C'$ ce qui donne : $C' = \frac{N'}{N + N'} \times C$ . Dans l'exemple : $C' = 150\ \varepsilon$

Les actions en question n'ont de gratuite que la désignation !

### Distribution d'actions par intégration de réserves au capital

Les actions nouvelles sont alors émises en contrepartie d'un accroissement du capital social (nominal). Mais ce changement de ligne à l'intérieur des fonds propres ne modifie en rien la richesse de l'entreprise ni celle des actionnaires. La capitalisation boursière de la société est donc inchangée.

***Exemple de distribution d'actions par intégration de réserves***

*Soit la même société. L'assemblée générale décide d'émettre 300.000 actions gratuites en contrepartie de l 'affectation de 3 M€ de réserves au capital social : K' = 3 M€. Quelles sont les nouvelles valeurs E' et C' ?*

$K=N\times E$ et $(K+K')=(N+N')\times E'$ et en divisant terme à terme : $E'=E\times\frac{K+K'}{K}\times\frac{N}{N+N'}$

*Avec les données de l'exemple, E'=E=10€. V conserve sa valeur, C'=15 €*

*Si le réserves incorporées sont de 5 M€ pour 300.000 actions nouvelles, on calcule les nouvelles valeurs E'=6/4*E=15€ alors que le titre garde son cours de 15 €.*

## ii) *Augmentation de capital avec apport en numéraire*

### Emission sans droit préférentiel de souscription

Dans ce cas la société met sur le marché des actions identiques à celles qui sont déjà sur le marché. Il convient de distinguer deux prix : la valeur nominale de l'action et son prix d'émission.

*On appelle prime d'émission la différence entre le prix payé par le souscripteur et la valeur faciale (le nominal) de l'action.*

La différence entre le nominal et la valeur comptable de l'action correspond à la richesse créée et accumulée dans l'entreprise depuis sa création. En acquittant un prix supérieur à la valeur nominale (la prime d'émission), les nouveaux actionnaires reconnaissent donc que la valeur actuelle de la société est supérieure à sa valeur nominale.

Le prix payé par action nouvellement émise est à comparer à la valeur par action de l'entreprise.

- ✓ S'il s'approche de l'actif net par action (pour une action non cotée) la prime compense la valeur comptable accumulée qui « appartient » aux actionnaires anciens.
- ✓ Si le prix est proche du cours (pour une action cotée) il incorpore en outre les perspectives de résultats économiques et financiers de la société. Si ces perspectives sont bonnes, la prime anticipe la croissance des résultats.

### Emission avec droit préférentiel de souscription

Certaines émissions accordent aux porteurs de parts une priorité dans la souscription. Un droit est alors attaché à chaque titre précisant le nombre d'actions nouvelles proposées pour une ancienne.

***Calcul du droit de souscription***

*Soit C le cours de l'action ancienne, droit de souscription attaché, C=30€*

*P le prix d'émission de l'action nouvelle, P=28€*

*N=400.000 le nombre d'actions anciennes et N'=100.000 le nombre de nouvelles.*

*Si les actionnaires souscrivent les actions nouvelles, la valeur des actions devient :*

*V=(N*C+N'*P)/(N+ N') soit V=29,6€*

*La valeur théorique du droit de souscription est S=C-V soit S=0,4€. C'est la différence entre le cours avant émission et la valeur après émission. On écrit :*

*S=C-(N*C+N'*P)/(N+ N') et donc S=[N'*(C-P)]/(N+N')*

*Si la valeur du droit de souscription est fixée a priori le nombre d'actions nouvelles qui peuvent être souscrites par les actionnaires anciens est :*

*N'=(N*S)/[C-(P+S)] soit si S=0,5€, N'=133.333*

Le droit de souscription est négociable. La valeur calculée dans l'encadré 3 est une valeur théorique. En fait il est souvent très volatile et sa valeur de revente peut s'éloigner de cette valeur théorique.

## Les émissions réservées

Parfois les émissions d'actions nouvelles sont réservées à des souscripteurs ou une catégorie de souscripteurs particuliers. L'assemblée générale des actionnaires peut le décider pour de multiples raisons, parmi lesquelles par exemple :

- ✓ Recapitaliser la société sans changer d'actionnariat,
- ✓ Le projet de faire entrer un partenaire dans le « tour de table » de la société,
- ✓ Celui de transformer un créancier en actionnaire,
- ✓ De développer l'actionnariat des salariés, de partenaires,
- ✓ D'une opération financière entre différentes sociétés liées.
- ✓ L'émission de titres émis à l'occasion d'une offre publique d'échange.

Dans ce cas le prix d'émission pourra être calculé pour incorporer un droit de souscription favorable au souscripteur ou au contraire un « droit d'entrée » majorant la prime d'émission.

**Émissions brutes de valeurs mobilières par les résidents**

*(en milliards d'euros)*

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|
| ACTIONS ET CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT (hors OPCVM) (a) | 67,5 | 81,7 | 89,0 | 87,6 | 77,5 |
| **Valeurs cotées** (b) | **15,2** | **7,5** | **11,3** | **22,1** | **11,7** |
| **Valeurs non cotées** | **52,3** | **74,2** | **77,7** | **65,5** | **65,8** |
| OBLIGATIONS ET TITRES PARTICIPATIFS | 165,4 | 207,3 | 178,6 | 229,9 | 219,1 |
| *Place financière de Paris* | *112,8* | *87,3* | *85,6* | *121,3* | *113,2* |
| *Autres places internationales* | *52,6* | *120,0* | *93,0* | *108,6* | *105,9* |

# B) LE MARCHE SECONDAIRE DES ACTIONS

1. ***Fonctionnement du marché secondaire***
2. ***Le cas des cessions et acquisitions de blocs***

Le marché secondaire a été présenté dans ses principes généraux et son fonctionnement dans une autre leçon de ce module. On ne reviendra pas ici sur le contenu de cette leçon.

On complètera cette présentation de quelques points peu traités dans la leçon 2 ou plus spécifiques au marché secondaire des actions concernant son fonctionnement, le fonctionnement des marchés en cas de cessions de blocs.

## 1) Fonctionnement du marché secondaire

### i) *L'information sur les cours*

#### Lire la cote d'une action

La publication de la cotation d'un titre comprend un certain nombre d'indications, plus ou moins détaillées selon les supports de publication. Elle est bien entendu plus détaillée dans les quotidiens d'information financière que dans ceux d'information générale. Le tableau suivant définit les catégories d'information et indique les informations plus détaillées qu'offrent les publications financières.

| Principales informations concernant la cotation d'un titre | | | |
|---|---|---|---|
| **Informations** | **Contenu réduit** | **Remarques** | **Présentation détaillée** |
| **Désignation du titre** | Nom de la société et code ISIN | Si la société émet plusieurs types d'actions, une ligne de cotation par type (exemple Alcatel et Alcatel « O » | Nom de la société (Code)<br>Autre place de cotation |
| | | | Evènements ayant affecté le titre |
| **Cotation et règlement** | Continu ou fixage<br>Eligibilité au SRD | | Valeur du panel d'indices<br>Contrat d'animation |
| **Dernier cours** | Cours du jour présenté | S'il n'y en a qu'un, cours de clôture du jour | Cours d'ouverture, de clôture, plus haut et plus bas de la journée |
| **Cours précédents** | Cours de clôture de la veille | Donne des éléments pour apprécier l'évolution du cours | Clôture de la veille<br>Evolution, plus haut, plus bas sur l'année |
| **Volumes traités** | Nombre de titres échangés | | Nombre total de titres émis (ou flottants) |
| **Résultats** | Dividende | | Taux de rendement<br>PER |

#### Les indices boursiers

### ii) *La liquidité des titres et efficacité du marché secondaire*

La liquidité des titres est la condition indispensable au fonctionnement efficace d'un marché secondaire. Elle détermine la facilité avec laquelle les investisseurs

peuvent réaliser des transactions sur les marchés. Cette facilité réduit un risque pour eux : celui de ne pas trouver preneur à un prix équitable pour les titres qu'il détient et donc de perdre la disponibilité monétaire qui lui permettrait le cas échéant de saisir des opportunités de placements alternatifs.

**La liquidité d'un titre peut s'apprécier au regard de différents critères :**

- ✓ *La fourchette*, c'est-à-dire l'écart (le *spread*) entre le *ask* (le prix le plus élevé des ordres d'achat non exécutés) et le *bid* (le prix le plus faible des ordres de vente non exécutés). Plus ils sont proches plus la probabilité que les nouveaux ordres trouvent une contrepartie s'accroît.
- ✓ *La fréquence des transactions*, c'est-à-dire en fait le nombre d'ordres d'achats ou de vente qui déclenchent la recherche d'un nouveau prix. Plus elle est élevée plus la probabilité que les ordres restés en feuille de marché trouvent une contrepartie est forte.
- ✓ *La profondeur du marché*, c'est-à-dire « le degré des écarts de cotation quand on s'éloigne des meilleures limites de prix. Quand ces écarts restent proches du meilleur écart, on dit que le marché est profond ». En fait plus les quantités de titres proches des meilleures offres et demandes non satisfaites sont importantes, plus la probabilité de voir de nouveaux ordres trouver une contrepartie est élevée.

**Comment améliorer la liquidité des titres sur le marché ?**

- ✓ Par l'augmentation du flottant,
- ✓ En divisant le nominal des titres et donc leur valeur d'échange,
- ✓ Par le recours à des *market makers*,
- ✓ En développant les informations sur les titres pour réduire l'attentisme des investisseurs,
- ✓ En informant les investisseurs sur la fourchette et la profondeur du marché et sur la fréquence des transactions,
- ✓ Par un recours à la technique des blocs.

### iii) *Le règlement et la livraison*

Cette question est évoquée par ailleurs avec les microstructures des marchés boursiers.

On en examinera quelques aspects complémentaires qui concernent plus particulièrement les transactions sur actions.

## Les règlements au comptant

Depuis la fin du système de règlement mensuel de la Bourse de Paris le 25/09/1999 les actions françaises sont négociées au comptant.

Le règlement et la livraison sont effectués trois jours ouvrables après la cotation, à J+3 pour une cotation au jour J.

Les opérations sont alors dénouées au jour de leur exécution (J) : dépôt des capitaux et disponibilité des titres. Les opérations à découvert, achat et ventes, ne sont pas autorisées sur le marché au comptant.

Le Service de Règlement Différé (SRD) a remplacé l'ancien règlement mensuel le 25 septembre 1999 avec une différence.

**Le règlement différé**

## 2) Le cas des cessions et acquisitions de blocs

### i) *Les blocs d'actions*

**La négociation des blocs de titres**

Une première situation peut se présenter quand un vendeur et un acheteur (souvent des actionnaires importants ou des investisseurs institutionnels) sont d'accord pour céder et acquérir une quantité importante de titres à un prix donné. Le principe de centralisation des ordres d'un système de cotation par les ordres interdit une cession directe. Mais l'introduction de la transaction dans la feuille de marché peut conduire à un prix différent et, si le prix est respecté, à une exécution partielle d'un des deux ordres. L'exécution des autres ordres peut également être perturbée par des ordres quantitativement importants.

La possibilité de négocier des blocs de titres sans passer par la négociation centrale a été introduite à la Bourse de Paris en 1994. Cette possibilité ouverte aux intermédiaires est soumise à un certain nombre de conditions :

- ✓ *Les valeurs doivent être admises à la négociation de blocs.*

  Ce sont les principales valeurs du marché, valeurs du CAC-40 ou d'importance équivalente.

- ✓ *Le bloc négocié doit avoir une taille minimale.*

  Pour chaque valeur une *taille normale de bloc (TNB)* est définie. Elle est calculée en fonction du volume des transactions sur le titre : 2,5% du volume quotidien moyen traité. Compte tenu des titres concernés un bloc ne peut être inférieur à 75.000€.

- ✓ *Le prix doit être proche de celui du marché, hors les transactions sur blocs.*

  Il doit s'inscrire dans la fourchette des prix moyens pondérés que fait apparaître la feuille de marché au cours de la séance boursière pendant laquelle s'effectue la cession de bloc.

- ✓ *L'ensemble du marché doit être informé de la transaction.*

  Les acteurs de la cession de bloc doivent informer Euronext-Paris des quantités cédées et du prix. Euronext-Paris diffuse l'information dans les

deux heures si le volume concerné est inférieur à 5 TNB, à l'ouverture du lendemain s'il est supérieur.

## La formation de blocs structurants

L'existence de blocs de titres détenus chacun par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires solidaires influence l'appréciation des investisseurs. Ils déterminent la stabilité ou l'instabilité de la position des dirigeants, selon que les blocs les soutiennent ou non. Ils font obstacle ou facilitent les recompositions du capital (par exemple les OPA) et donc ferment ou ouvrent les opportunités de plus-value. Les acteurs du marché doivent dont être informés de leur création ou de leur disparition.

✓ *Les franchissements de seuil.*

La loi impose à tout porteur agissant seul ou de concert qui passe les seuils de 5%, 10%, 20%, 33,33%, 50% ou 66,66% des actions d'une société (à la hausse ou à la baisse) d'en informer la société dans les 15 jours qui suivent le franchissement.

Si les titres de la société sont inscrits à la cote d'un marché réglementé, il doit en outre en faire la déclaration l'AMF sous peine de ne pouvoir exercer les droits de vote des titres excédant ce seuil. L'AMF se charge ensuite d'en informer les acteurs du marché.

Si la part détenue dépasse les 20% l'actionnaire doit informer l'AMF par une note de ses intentions pour les années à venir : garder la participation détenue, l'accroître en deçà ou au-delà de la majorité, la vendre. Si les autorités de marché jugent que l'équité entre les actionnaires l'exige, par exemple après des acquisitions de blocs, elles peuvent imposer à l'actionnaire:

- De « suivre le cours », c'est-à-dire de proposer à tout porteur d'acquérir ses titres au même cours que pour les transactions précédentes.
- De lancer une OPA sur les titres de la société.

✓ *Les actions « de concert »*

Elles sont définies comme un accord, écrit ou oral, entre plusieurs actionnaires pour accomplir en commun des actes dont la nature peut être variée : vente ou cession de parts, exercice du droit de vote, mise en œuvre d'une politique dans la société.

Les accords doivent être durables. Les actions circonstancielles comme l'alliance dans une assemblée générale d'actionnaires pour révoquer les dirigeants de la société ou l'opposition à une proposition de ces dirigeants ne sont pas considérées comme actions de concert.

Par contre les pactes d'actionnaires dont les membres s'engagent à conserver leurs participations pendant un temps donné sont considérés comme tels.

Les accords en vue d'actions de concert doivent être portés à la connaissance du marché.

### ii) *Les offres publiques d'achat*

*Une OPA est l'opération par laquelle une personne physique ou morale fait connaître publiquement aux actionnaires leur proposition d'acheter les actions qu'ils possèdent à un prix donné.*

L'OPA est un moyen de prendre le contrôle de la société cible par rachat de titres sans que la cotation soit déséquilibrée par une offre forte durable face à des porteurs qui attendent en espérant que le prix augmentera encore.

Elle permet à l'initiateur d'acquérir d'un coup un bloc en principe majoritaire de titres. Elle est un outil financier des acquisitions et restructurations d'entreprises.

Elle est parfois imposée par les autorités de marché à l'occasion de cession de blocs afin de permettre aux actionnaires qui n'en étaient pas partie prenante de bénéficier du prix proposé ou de se dégager d'une société dont la valeur risque de changer avec le nouvel équilibre dans l'actionnariat.

**L'offre comporte les éléments suivants :**

- ✓ *L'indication des titres concernés* : la société émettrice bien entendu mais aussi les actions acceptées dans le cas où celle-ci en aurait émis plusieurs types (cas d'actions à droits renforcés ou limités par exemple).
- ✓ *Le prix proposé* : ce prix est en général supérieur au cours de bourse afin de rendre l'opération attractive.
- ✓ *Les conditions de nombre de titres proposés* sous lesquelles l'offre sera exécutée. Elle peut porter sur :
    - o Un nombre minimum apporté par les actionnaires, celui par exemple qui assure la majorité de 50%, ou celle de 67%, ou 90%, etc.
    - o Un nombre maximum si le générateur de l'OPA ne souhaite pas une opération trop onéreuse. Dans ce cas il faut prévoir quelles offres seront sélectionnées en cas de propositions excédentaires.
- ✓ *La période* pendant laquelle les porteurs peuvent déposer leurs engagements de vendre auprès de leur intermédiaire ou des banques désignées.

**Typologie des OPA**

En principe les titres acquis à l'occasion d'une OPA sont réglés en numéraire. Mais d'autres possibilités sont ouvertes.

- ✓ *Les Offres publiques d'échange (OPE)*

  Elles sont comme les OPA mais le règlement se fait en titres de la société initiatrice. Une parité est alors définie, par exemple 3 actions de la société initiatrice contre 2 de la société cible.

Des formules mixtes entre l'OPA et l'OPE sont fréquentes avec une partie des actions acquises payées en actions, ou en autres titres (obligations, avec ou sans BSA) ou en numéraire. Le choix du mode de règlement peut être imposé (par exemple 50% en numéraire, 50% en obligations remboursables en actions) ou laissé au choix du porteur.

✓ *Les offres publiques de rachat (OPRachat)*

La société rachète ses propres actions pour en réduire le nombre. Cela a notamment pour effet d'accroître la valeur des titres qui restent sur le marché.

✓ *Les offres publiques de retrait (OPR)*

Les actionnaires majoritaires proposent aux minoritaires d'acheter leurs titres avec l'intention de retirer les actions de la société de la cote. C'est le cas quand ils concentrent une part trop importante du capital et ne souhaitent pas réduire cette part. Les conditions d'inscription à la cote ne sont plus réunies (notamment pour le Premier Marché). Une société mère, une société qui vient de réussir une OPA sur une autre, peuvent souhaiter établir un contrôle complet sur la filiale : elles en retirent alors les actions de la bourse.

L'OPR peut être exigée par l'AMF dès lors que l'actionnaire hégémonique détient plus de 95% des parts. Elle doit l'être si un actionnaire minoritaire le demande.

Parfois l'offre de retrait est payée en titres d'une autre société, par exemple la société mère.

✓ *Les offres publiques de vente*

C'est le cas inverse où des actionnaires souhaitent céder un bloc de titres. Les dispositions sont les mêmes que pour l'achat : nombre, prix et conditions de conclusion.

## Le processus des offres publiques

✓ *Le dépôt du projet d'offre*

L'initiateur de l'offre s'adjoint une ou plusieurs banques et prépare avec elles un projet à remettre à l'AMF. Toutes les personnes participant à la préparation du projet sont considérées comme « initiées » et ont un devoir de discrétion. Ils ne doivent plus intervenir sur le titre.

Le projet précise les éléments de l'OPA : prix, quantités, période. Les banques garantissent la solvabilité de l'initiateur. Le CMF peut exiger de lui un dépôt de garantie. *L'AMF examine la recevabilité du projet au regard de la situation du titre sur le marché et de la réglementation*. Il peut exiger des compléments.

Dès que le dossier est déposé, *Euronext-Paris suspend la cotation* du titre jusqu'à l'ouverture de l'offre.

*Des notes d'information sont alors exigées* :

- *Si l'offre est « amicale »* et que les dirigeants de la société cible en acceptent les termes, ils rédigent une seule note en commun.
- *Si l'OPA est « hostile »* les deux sociétés rédigent, contradictoirement, chacune une note.

  La note de l'initiateur expose les motifs et conditions de financement de l'opération, le nombre de titres visés et la rémunération des intermédiaires.

  Celle de la cible, établie au plus 10 jours après la première, expose les raisons du refus du CA, présente la société visée ainsi que le nombre de titres détenus par les administrateurs.

Les notes sont visées par l'AMF et consultables sur son site.

On pourra y consulter celles correspondant aux visas des offres publiques proposées précédemment en exemples.

✓ **Le déroulement de l'offre**

*La déclaration de recevabilité de l'offre et le visa par l'AMF ouvrent la phase publique*. Elle dure au plus 25 (offre amicale) ou 35 jours (offre hostile) à partir du dépôt de la note de l'initiateur. Pendant ce temps, les ordres de vente sont collectés par les banques associées à l'initiateur.

*Pendant cette période, des contre offres peuvent être déposées***,** à un prix supérieur, par d'autres sociétés initiatrices. Elles peuvent agir de leur initiative ou à l'instigation de la cible en cas d'OPA hostile (elles agissent alors en « chevalier blanc »).

Pour l'ensemble des offres et contre offres les délais de phase publique sont prolongés par le dépôt d'une nouvelle proposition, jusqu'à achèvement du délai ouvert par la dernière.

*A l 'issue de la phase publique les banques chargées de rassembler les ordres de vente font état des promesses reçues*. Si un attaquant est parvenu à réunir le nombre de titres requis, l'OPA est déclarée fructueuse et les ordres de vente sont exécutés.

**La prévention des OPA hostiles (ou sauvages ou inamicales)**

✓ *Les OPA hostiles sont celles qui rencontrent l'opposition des dirigeants et du CA de la cible.*

Cette opposition peut avoir plusieurs raisons :

- *Le prix proposé n'est pas assez élevé*. La société attaquante peut alors soit persister, soit négocier le prix pour transformer l'OPA en amicale, plus facile à réussir.
- *Les intentions de l'attaquant* concernant la politique à conduire par la cible après l'OPA sont trop peu explicites ou se heurtent aux intérêts de la

direction ou d'administrateurs de poids. Par exemple : il est prévu d'absorber la cible dans sa nouvelle société mère et de révoquer ses dirigeants ; des actifs industriels importants doivent être cédés à des concurrentes des sociétés représentées par les administrateurs ; la société attaquante est elle-même une concurrente ; etc. Une négociation sur les suites de l'opération concernant les personnes et la destination des actifs peut comme précédemment lever l'hostilité interne et transformer l'OPA hostile en amicale.

- *L'attaquant est un « raider »* qui fait un coup quand une société sous-évaluée en bourse (*a sleeping beauty*) peut être cédée en totalité ou par morceaux de sorte qu'apparaisse une plus-value.

✓ *Pour prévenir le risque d'OPA hostile une société peut être dotée de différents dispositifs.*

- Elle peut *réduire la part de droits de vote du flottant* susceptibles d'être acquises par un attaquant :
  - En constituant un *pacte d'actionnaires* « amis » agissant de concert.
  - En émettant des *actions à droit de vote* double réservées aux dirigeants et aux actionnaires amis.
  - Par la mise en place d'un *autocontrôle* de ses propres actions (par elle-même ou ses filiales). Cette possibilité est très limitée en France et les parts d'autocontrôle souvent neutralisées en cas d'OPA.
  - Par le *rachat de ses propres actions* pas la société. Fréquent dans les pays anglo-saxons quand il augmente la valeur des autres actions, il est réglementé en France quand les actions rachetées sont conservées par la société.
- En créant une *société en commandite par actions*.

✓ *Pour résister à une OPA après son lancement* la société cible peut s'engager dans plusieurs voies :

1. *Elle peut développer des obstacles administratifs ou judiciaires*. Elle peut contester les décisions favorables de la COB et du CMF, attaquer la sincérité des informations données par l'attaquant, demander l'intervention du Conseil de la concurrence ou de la Commission Européenne en invoquant un risque d'entrave à la concurrence, demander le séquestre d'actions (en cas d'autocontrôle par exemple), etc.
2. *Elle peut faire intervenir un chevalier blanc*.
3. *Elle peut à son tour lancer une OPA sur la société attaquante* (on appelle cela une défense « *Pacman* »)