



OPA

Pas de prix minimum pour un squeeze-out

Par Marie Jenny le 7 octobre 2010

Dans une décision du 23 septembre 2010, la Commission des OPA a jugé l'offre présentée par Credit Suisse Group AG (« CSG ») aux actionnaires de Neue Aargauer Bank AG (« NAB ») conforme à la loi ([Décision 455/01](#)). L'offre, volontaire, portait sur 1.4 % des droits de vote de la société cible.

Cette décision, sans soulever de difficulté particulière, met en exergue un aspect juridique intéressant. Elle rappelle que l'offrant, dont la participation dans la société visée excède avant l'offre le seuil déterminant de 33% des droits de vote, échappe de iure à l'obligation de présenter une offre obligatoire (art. 32 al. 1 LBVM a contrario). Dans cette hypothèse, l'offrant n'est pas tenu au respect des dispositions relatives au prix minimum de l'offre (art. 32 al. 4 et 6 LBVM et 40 ss OBVM-FINMA). Il peut au contraire librement déterminer le prix offert aux actionnaires, quelque opportuniste qu'il puisse être.

En l'occurrence, CSG avait obtenu 98.75 % des droits de vote de NAB au terme d'une OPA présentée le 3 octobre 1994. Le seuil obtenu eût permis à l'offrant de requérir l'annulation des titres restants (art. 33 LBVM), faculté dont celui-ci ne fit toutefois pas usage. Seize ans plus tard, l'offrant, ainsi que les personnes agissant de concert avec lui, détiennent 98.6 % des droits de vote de la cible et publient l'annonce préalable d'une offre en vue d'acquérir les titres restants (soit 37'477 actions) de NAB, au prix unitaire de CHF 1'000. Cette stratégie a pour objectif la décotation des titres (*going private*), de sorte à éviter les coûts liés à la cotation (publication des comptes et rapports de gestion, publicité événementielle, etc.).

La décision rendue par la COPA traduit une faiblesse du système relatif au prix minimum. De lege lata, la LBVM distingue deux hypothèses. Dans la première, l'offrant acquiert des titres lui permettant de franchir le seuil de 33%, lequel présume une prise de contrôle sur la cible. La loi aménage dès lors un droit de sortie en faveur des actionnaires minoritaires, coiffé de règles protectrices relatives au prix. L'offrant doit donc non seulement étendre son offre à tous les actionnaires de la cible, mais également respecter les minima légaux relativement au prix. Dans la seconde hypothèse, l'offrant détient déjà une participation supérieure à 33% des droits de vote, et augmente celle-ci en vue d'obtenir l'intégralité de ceux-là. Dès lors, l'obligation de présenter une offre n'existe pas, ni avec elle la contrainte de respecter les prescriptions relatives au prix minimum (art. 9 al. 6 OOPA).

Dans sa décision, la COPA confirme donc en toute logique que la détention préalable de 98.6 % des droits de vote de NAB dispense CSG de respecter les règles sur le prix minimum (Chiffre marginal 3 de la décision). Néanmoins, CSG aurait été en droit de proposer aux actionnaires de la société visée un prix radicalement inférieur à celui qu'elle a arrêté, aucun garde-fou ne protégeant ces derniers dans un tel cas de figure. A l'issue de l'offre, CSG sera en mesure de demander le squeeze-out des titres résiduels, au même prix que celui de l'offre.

Ce dernier détermine en effet le prix du squeeze-out, même s'il s'avère inéquitable, circonstance toutefois non réalisée en l'espèce. En conséquence, la liberté de manœuvre, dans la fixation du prix, réservée à l'offrant non assujetti aux règles sur le prix minimum est susceptible de nuire aux intérêts des actionnaires restés très minoritaires dans la société visée. Ceux-ci ne bénéficient en effet pas du choix de disposer ou non de leurs titres, pas plus qu'ils ne sont protégés par les règles sur le prix minimum.

Reproduction autorisée avec la référence suivante: Marie Jenny, Pas de prix minimum pour un squeeze-out, publié le 7 octobre 2010 par le Centre de droit bancaire et financier, <https://cdbf.ch/695/>