

Arguments en faveur d'un rejet par l'AMF de la conformité de l'OPR de Nokia sur Alcatel Lucent

Le 6/9/2016, un dépôt de projet d'OPR suivie d'un retrait obligatoire visant les titres de la société Alcatel Lucent a été déposé. L'AMF doit faire connaître sa décision de conformité de l'offre le 20/09.

Je souhaite porter à l'attention de l'AMF les arguments suivants qui militent en faveur d'un rejet de la conformité de l'offre.

Le point central soulevé est celui-ci: les prix d'indemnisation offerts aux porteurs d'OCEANES ne sont pas cohérents entre eux ni avec celui offert aux actionnaires minoritaires, l'OPR ainsi ne respecte pas l'exigence réglementaire d'égalité de traitement entre actionnaires et obligataires.

ARGUMENTAIRE

Le contrat d'émission des OCEANES 2019 (visa AMF 14-254) indique en son point 4.2.6.3:

<< Dans l'éventualité où les actions de la Société seraient visées par une offre publique (achat, échange, mixte, etc.) susceptible d'entraîner un Changement de Contrôle (tel que défini ci-dessous) ou déposée suite à un Changement de Contrôle, et que ladite offre publique serait déclarée conforme par l'AMF, le Ratio d'Attribution d'Actions relatif aux Obligations 2019 serait temporairement ajusté pendant la Période d'Ajustement en Cas d'Offre Publique (telle que définie ci-dessous) selon la formule suivante (le résultat sera arrondi conformément aux modalités prévues au paragraphe 4.2.6.2 ci-dessus) >>

La clause 4.4.6.3 annonce en termes exactement identiques les conditions d'ajustement des OCEANES 2020.

Nokia a lancé une OPE sur Alcatel Lucent le 12/11/2015 (visa AMF 15-573). Cette OPE était susceptible d'entraîner un changement de contrôle puisqu'elle visait l'intégralité du capital alors qu'avant son ouverture Nokia n'était pas présent au capital.

Les modalités de l'OPE sur les OCEANES ont donc tenu compte des points 4.2.6.3 et 4.4.6.3, et les porteurs d'OCEANES ont pu bénéficier pendant l'OPE d'un ratio d'attribution amélioré par application de ces formules, ainsi porté de 1 à 1.28 pour les OCEANES 2019 et 2020: voir article 2.5.2 de la note d'information sur l'OPE.

Nokia avait annoncé sa volonté de procéder à un retrait obligatoire dans les 3 mois après la fin de l'OPE dans le cas où elle aurait atteint 95% du capital. Cette volonté est détaillée par l'article 1.2.7 de la note d'information sur l'OPE. Il précise aussi:

<< l'Initiateur a l'intention, préalablement à la mise en œuvre du retrait obligatoire en numéraire, de proposer aux actionnaires de la Société et/ou, le cas échéant, aux porteurs d'OCEANES, comme alternative à l'indemnisation en numéraire, une option d'échange selon les mêmes parités d'échange que celles offertes dans le cadre de l'Offre. >>

Le retrait futur prévoyait donc l'application des ratios ajustés. L'initiateur annonce aussi, au dernier paragraphe de l'article 1.2.7.1, sa volonté de lancer une OPR s'il atteint 95% du capital postérieurement à la clôture de l'OPE: c'est le cas présent.

Quel que soit le résultat de l'OPE, Nokia avait donc affiché sa volonté d'aboutir à un retrait obligatoire.

Par l'OPE qui a pris fin le 12/02/2016, Nokia a atteint 91.53% du capital, constituant ainsi un Changement de Contrôle tel que défini par le contrat des OCEANES.

A noter que la société Nokia a converti en actions Alcatel Lucent sur le ratio ajusté toutes les OCEANES portées à l'OPE dans le but d'atteindre le plus haut ratio de détention possible du capital.

Les dirigeants de Nokia, déçus de ne pas avoir atteint 95% lors de l'OPE, ont exprimé dès le mois de février dans la presse leur certitude de pouvoir néanmoins obtenir 95% rapidement.

Le projet actuel d'OPR confirme par ailleurs en son point 4.1.4.2 la poursuite permanente de l'objectif d'atteindre 95%, le point 4.2.3 précisant que cet objectif était aussi la raison pour laquelle Nokia a acquis des OCEANES en mai.

A peine l'OPE close, Nokia était effectivement active, par ses déclarations et ses opérations, à la recherche de fractions de capital supplémentaires. Chaque mois qui a suivi, Nokia a œuvré en ce sens, et a atteint le seuil de 95% dès juin, soit 4 mois seulement après la fin de l'OPE.

date / opération / -> % du capital d'Alcatel Lucent possédé par Nokia

12/02 fin de l'OPE

17/02 conversion par Nokia des OCEANES apportées à l'OPE en actions -> 91.53%

18/02 acquisition d'actions, par échange -> 91.84%

16/03 annonce d'un accord avec JP Morgan pour l'acquisition actions sous-jacentes aux ADR

9/05 acquisition des actions sous-jacentes aux ADR, par échange -> 94.64%

12/05 acquisition d'OCEANES à 4.51 et 4.50€

9~31/05 acquisition marginale d'actions issues d'options, par échange

1~14/06 acquisition d'actions à 3.50€ et d'OCEANES à 4.51 et 4.50€ -> 95.25%

16/06 annonce de la volonté de lancer une OPR suivie d'une OPRO

On peut considérer toutes ces opérations comme la prolongation économique de l'OPE, d'ailleurs pour un certain nombre d'entre elles (en particulier la plus importante, celle du 9/05) les modalités étaient identiques: un échange de 0.55 Nokia pour 1 Alcatel Lucent.

La chute de l'action Nokia en mai a contraint la société à poursuivre son objectif non plus par échange mais par achats. Ils s'inscrivent néanmoins dans l'exacte même logique, atteindre par des opérations de gré-à-gré 95% du capital qui permettrait de lancer un retrait obligatoire tel qu'envisagé en 1.2.7 de la note d'OPE.

Le projet d'OPR s'inscrit donc dans la continuité immédiate de l'OPE et des nombreux achats opérés par Nokia dans le court intervalle entre fin de l'OPE et déclaration de l'intention de lancer une OPR (février-juin).

Si Nokia ne propose pas dans cette OPR une offre d'échange sur les mêmes modalités que l'OPE, c'est uniquement parce que la chute du cours de son action résulterait en ce qu'aucun actionnaire ne choisirait l'échange, a priori. On reste pourtant dans la même optique que celle prévue en 1.2.7 de l'OPE: ayant atteint 95%, Nokia rouvre son offre, assortie cette fois-ci d'une option en numéraire tellement plus attractive qu'un échange contre une action Nokia dévalorisée que cet échange, pour des raisons pratiques, n'est plus offert.

Néanmoins, on peut se demander si l'option d'échange en actions Nokia ne devrait pas réglementairement être rouverte et l'OPR offrir deux branches, vu que 83% de l'accroissement de détention du capital d'Alcatel Lucent par Nokia entre la fin de l'OPE et l'ouverture de l'OPR s'est effectué par échange et non par achats: en théorie, d'ici la clôture de l'opération, le cours de l'action Nokia pourrait augmenter au point de rendre l'échange plus attractif que le rachat en numéraire.

Le contrat d'émission des OCEANES précise que le ratio sera ajusté si les actions sont visées par une offre publique << déposée suite à un Changement de Contrôle >>.

Le changement de contrôle a eu lieu à l'issue de l'OPE. Il a été immédiatement suivi d'une stratégie active d'opérations visant à atteindre au plus vite 95% du capital, dont le projet d'OPR est le point final. Il s'agit en termes économiques d'une seule et même opération, allant de l'OPE jusqu'à l'OPR en un laps de temps très court et dans le cadre d'une volonté constante de la part de l'initiateur.

Le contrat d'émission ne précise pas l'étendue du mot << suite >>. En particulier il ne fait aucune référence au titre III (offres publiques d'acquisition) de la réglementation de l'AMF et son article 234-2, ni à une durée établie. Il faut donc l'entendre par son sens commun. Le dictionnaire Larousse le définit ainsi:

<< Suite:

- ce qui vient après
- nouvel épisode de quelque chose qui n'est pas terminé
- ce qui résulte de quelque chose, conséquence
- liaison logique entre des choses, des actes >>

Il semble clair que le projet d'OPR actuel, déclenché par le dépassement de 95% en juin obtenu grâce à un effort constant de la part de l'initiateur, fait << suite >> au changement de contrôle opéré par l'OPE en février.

En aucun moment cette << suite >> d'événements logique ne s'est interrompue. L'initiateur a fait preuve de << suite >> dans sa volonté d'atteindre 95% puis 100% du capital. Et l'opération dans sa totalité a été bouclée en un temps très bref durant lequel il n'y a pas eu d'évolution notable des conditions économiques.

Puisque l'OPR est déposée << suite >> au changement de contrôle, les articles 4.2.6.3 et 4.4.6.3 doivent être appliqués, tout comme il était prévu qu'ils le soient dans le cadre d'un retrait obligatoire << suite >> à l'OPE (article 1.2.7).

Pourtant, dans le projet d'OPR on peut lire en 2.4.1.2:

<< Conformément aux modalités du prospectus d'émission des OCEANES, les porteurs d'OCEANES pourront convertir/échanger les OCEANES qu'ils détiennent en Actions Alcatel Lucent. Dans une telle hypothèse, le ratio d'attribution d'Actions applicable aux OCEANES ne sera pas ajusté du fait de l'Offre. >>

Cet article 2.4.1.2 ne respecte pas les clauses 4.2.6.3 et 4.4.6.3 du contrat d'émission. Il s'ensuit une inégalité de traitement entre actionnaires et obligataires.

A la date d'ouverture proposée de l'opération, le 22/09, par application des articles 4.2.6.3 et 4.4.6.3, les ratios de conversion des OCEANES en actions seraient de:

- 1.21 pour les OCEANES 2019
- 1.23 pour les OCEANES 2020

Le contrat d'émission des OCEANES établit un équilibre entre les droits des actionnaires et des porteurs en cas de prise de contrôle. Le ratio ajusté vient remplacer la perte de valeur temps des OCEANES par leur conversion anticipée. Il est donc contraire au contrat d'émission de vouloir valoriser les OCEANES par une formule optionnelle, comme la banque présentatrice et l'expert indépendants l'ont fait; seuls le ratio ajusté et la convertibilité immédiate doivent être retenus car c'est ainsi que les actionnaires et obligataires l'ont souhaité et contracté, pour établir un équilibre prédéterminé entre leurs droits.

On notera d'ailleurs que dans le cadre de l'OPE, les OCEANES ont été prises en compte uniquement d'après ces considérations, et jamais via une formulation optionnelle autre, et qu'en particulier le bien fondé des ajustements des ratios de conversion (1.28 pour 1) n'y est ni confirmé ni infirmé par un calcul théorique de nature optionnelle.

D'après toute la démonstration ci-dessus, il semblerait nécessaire de retenir pour prix d'indemnisation de l'OPR (et par conséquent du retrait obligatoire) sur chaque instrument, le plus élevé parmi:

- le prix payé par Nokia sur le marché
- le prix issu de l'application des formules de conversion en 4.2.6.3 et 4.4.6.3 qui lient de façon linéaire les 3 prix

Or le prix de 3.50€ proposé pour les actions correspond à un prix de $3.50 \times 1.21 = 4.235\text{€}$ sur les OCEANES 2019. En offrant 4.51€ pour celles-ci, Nokia favorise les obligataires au détriment des actionnaires, violant ainsi les termes du contrat d'émission des OCEANES. Le prix proposé sur les actions doit respecter la formule et être ainsi porté à 100 121èmes du prix proposé sur l'OCEANE 2019.

Par application des formules, on doit aussi s'assurer que le prix proposé sur l'OCEANE 2020 est égal à 123 121èmes du prix proposé sur l'OCEANE 2019.

Les prix à retenir pour une OPR équitable doivent ainsi être déduits du prix payé par Nokia sur le marché sur l'OCEANE 2019, dont on constatera qu'il génère les plus hautes valorisations pour l'ensemble:

- OCEANES 2019: 4.51€
- OCEANES 2020: $4.51 / 1.21 \times 1.23 = 4.585\text{€}$
- actions: $4.51 / 1.21 = 3.727\text{€}$

Seules ces formules issues du contrat d'émission des OCEANES permettent de respecter l'égalité de traitement entre actionnaires et obligataires, et entre obligataires entre eux, telle que prévue par la réglementation et le contrat d'émission des OCEANES.

L'OPR devrait avoir lieu aux prix de 3.727€ sur les actions, 4.51€ sur les OCEANES 2019 et 4.585€ sur les OCEANES 2020, et non pas 3.50€, 4.51€ et 4.50€ comme Nokia le propose.

Accessoirement, l'OPR devrait offrir une option d'échange en titres Nokia au moins sur les mêmes bases que celle de l'OPE, avec mise à jour des ratios de conversion ajustés, à savoir 0.55 actions Nokia pour 1 action Alcatel Lucent, 0.6655 par OCEANE 2019 et 0.6765 par OCEANE 2020.

Je remercie l'AMF de bien vouloir considérer avec attention cet argumentaire et ainsi défendre l'intérêt des actionnaires minoritaires d'Alcatel Lucent qui sont lésés par rapport aux obligataires dans l'offre de Nokia telle que présentée actuellement.