

Le rôle de l'OPA dans l'économie

Divers collaborateurs du Crédit Commercial de France

Volume 58, Number 3, 1990

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1104778ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1104778ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0004-6027 (print)

2817-3465 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this document

collaborateurs du Crédit Commercial de France, D. (1990). Le rôle de l'OPA dans l'économie. *Assurances*, 58(3), 409–423. <https://doi.org/10.7202/1104778ar>

Article abstract

The magazine *Vif Argent* (no. 72) recently published a very interesting article on takeover bids by a group of collaborators from the Department of Financial Studies of Crédit Commercial de France. We wish to thank the editor of *Vif Argent* for having given us the authorization to publish the above-mentioned article in which we learn that presenting a takeover bid is never an easy task. It is of utmost importance that it not appear to be a strictly financial operation, but rather an economic one. Does a nation's economy benefit from takeover bids? This is a question pondered in the following text.

Le rôle de l'OPA¹ dans l'économie

par
divers collaborateurs
du
Crédit Commercial de France²

The magazine Vif Argent (no. 72) recently published a very interesting article on takeover bids by a group of collaborators from the Department of Financial Studies of Crédit Commercial de France.

409

We wish to thank the editor of Vif Argent for having given us the authorization to publish the above-mentioned article in which we learn that presenting a takeover bid is never an easy task. It is of utmost importance that it not appear to be a strictly financial operation, but rather an economic one. Does a nation's economy benefit from takeover bids? This is a question pondered in the following text.



Accélération des restructurations économiques, dynamisme du marché financier confèrent à l'OPA de sérieuses vertus économiques que tempèrent cependant certains excès liés à un surendettement parfois manifeste. Mais le développement des OPA illustre surtout le grand retour du capital sur la scène économique.



Tout commence généralement par un flash sur les écrans de marché, en pleine heure de cotation. Tombe alors la nouvelle : la

¹Offre publique d'achat.

²Documentation Vif Argent-Crédit Commercial de France, 1^{er} trimestre 1990.

société X lance une OPA sur la société Y. Traduction pour les traders actifs sur le marché des actions : le titre va monter en bourse. Question : jusqu'où? Autrement dit, faut-il conserver, acheter ou vendre les titres que l'on possède déjà. Et, surtout, à quel prix les vendre? Dès cet instant, une partie serrée s'engage sur le marché. Pour l'auteur de l'OPA qui doit, pour réussir, ramasser un nombre de titres suffisant pour obtenir la majorité (voir le tableau I sur la législation française), pour la société cible, qui doit, en cas d'agression non voulue, trouver des parades financières et juridiques, mais aussi pour les détenteurs de titres qui agissent soit comme spectateurs, soit comme actionnaires influents.

410

D'une façon générale, une OPA n'est jamais une opération de tout repos. Mais, surtout, elle ne doit pas seulement apparaître comme une opération strictement financière, contrairement à la présentation un peu courte qui en est souvent faite, mais avant tout comme une opération économique, le plus souvent fondée sur une démarche industrielle. D'où la vraie question : les OPA sont-elles bénéfiques pour l'économie nationale?

Grandir plus vite

Première vertu de l'OPA : elle favorise, pour un groupe en développement, la croissance externe. Il est, en effet, beaucoup plus rapide de grandir en faisant l'acquisition d'une entreprise existante, qui possède déjà ses usines, ses employés, ses marchés, sa notoriété et ses lignes de crédit auprès des banques, que de devoir se lancer sur le même métier en partant de zéro, même quand on a beaucoup d'argent en caisse. Après avoir fait l'expérience, dans les années 70, du conglomérat, puis, dans les années 80, de la concentration, les grands groupes industriels font désormais, en quelque sorte, la synthèse des deux écoles en ciblant plus rapidement leur stratégie de développement et en achetant, via l'OPA, le groupe qui les intéresse. Parce qu'elle découle d'une longue réflexion stratégique, l'OPA qui s'appuie sur une finalité industrielle est incontestablement bénéfique pour l'économie. Elle permet, grâce à la transparence de son financement, d'accélérer d'indispensables regroupements industriels. En effet, la recherche de la taille critique devient une obsession dans l'esprit des dirigeants qui voient poindre à un horizon de plus en plus proche une concurrence allemande, japonaise, anglaise ou américaine

particulièrement active et jouissant, de surcroît, d'une dimension que peu d'entreprises françaises connaissent en dépit de progrès substantiels réalisés ces dernières années.

Il y a encore cinq ans, l'allemand Siemens pouvait prétendre acheter la CGE française rien qu'avec sa trésorerie. Et, de toute façon, la course à la taille se poursuit de plus belle, y compris à l'étranger, comme en témoignent le plan de rachat de Plessey par GEC et Siemens, ou encore, sur le plan aérien, les nombreux regroupements opérés entre compagnies américaines par le biais des OPA.

411

Opérations financières

Or toutes les OPA n'ont pas forcément de véritable finalité industrielle. Bien souvent, elles sont prétextes à de juteuses opérations purement financières. Telle est la spécialité des célèbres raiders, dont la plupart sont américains (Ron Perelman, Carl Icahn, Marvin Davis...). Leur technique est toujours la même. Isoler, pour commencer, une entreprise manifestement sous-cotée en bourse. Jeter son dévolu sur elle en lançant officiellement une OPA à un prix soigneusement calculé. Puis, une fois l'acquisition réalisée, la revendre non pas en l'état, mais soit après lui avoir fait procéder à une sérieuse cure de jouvence — auquel cas le management en place, jugé incompetent, est remplacé —, soit en la cédant sous forme de blocs distincts — on parle alors de vente par appartements — pour en tirer un prix maximal.

Un raisonnement qui tire précisément parti de la mode de la diversification qui fut suivie par de nombreux groupes industriels dans les années 70 et qui a abouti à la formation de gigantesques conglomerats. Ainsi, une entreprise comme la BAT (British American Tobacco) s'est-elle naguère diversifiée dans les transports et l'assurance, alors que son métier premier, le pivot de son activité, est originairement le tabac. Jimmy Goldsmith, un des raiders les plus redoutés des marchés financiers, a bien compris le parti qu'il pouvait en tirer en lançant, en juillet 1989, la plus grande OPA jamais vue en Europe, d'un montant de 13,5 milliards de livres sterling (BAT est cotée à Londres). La promesse qu'il a alors adressée aux actionnaires du groupe est de remettre BAT sur son véritable métier et de vendre les activités jugées périphériques à des industriels extérieurs qui sauraient mieux les valoriser. Un schéma,

précisément, de vente par appartements. Ce schéma est-il bon pour l'économie en général? Oui, s'il apporte la preuve que la gestion actuelle de BAT n'était pas optimale. D'ailleurs, la direction de BAT, en guise de défense, semble avoir cherché à devancer le raider franco-britannique en promettant à ses actionnaires d'appliquer lui-même le plan de dépeçage.

Amicales ou Inamicales

412 Cela étant dit, toutes les OPA n'offrent pas nécessairement un visage hostile, mettant en présence un agresseur et un agressé. S'oppose à cette vision guerrière de l'économie une multitude d'OPA amicales. C'est le cas de deux groupes désireux de se rapprocher. Lorsque le schéma de l'absorption d'une entreprise par une autre apparaît comme étant la décision la plus judicieuse par les deux managements en place, et que, naturellement, l'actionnariat approuve le projet, il est convenu de lancer une OPA «amicale» d'une entreprise sur l'autre. Le but est alors de racheter en bourse les titres disponibles pour procéder au ramassage nécessaire préluant à la fusion des deux ensembles. Là aussi, l'effet de taille est recherché, la complémentarité des talents mise en avant, et la synergie naissant du rapprochement entre les deux entités fortement encouragée. Ce qui ne va pas non plus sans poser certains problèmes, notamment au niveau de l'encadrement des deux groupes; il faut bien, en effet, ne conserver qu'un P-DG, deux ou trois directeurs généraux, etc. Mais l'intérêt général passe parfois par quelques sacrifices individuels.

Locomotives de la cote

D'une façon générale, la bourse aime les OPA. Celles-ci sont, en effet, d'excellentes locomotives pour l'ensemble de la cote. Et ce, pour au moins deux raisons. D'abord parce qu'un marché boursier qui vit à l'heure des OPA apporte la preuve qu'il est un marché vivant, où s'échangent de gros volumes de titres, où sont cotées de belles valeurs et où les règles de fonctionnement administratives apparaissent lisibles pour le plus grand nombre. Transparence, visibilité et liquidité sont un peu les trois côtés du triangle magique des financiers.

Mais la raison essentielle tient à un phénomène plus mécanique. Qu'une OPA se déclenche sur une valeur de la cote et c'est aussitôt

un ensemble de titres cotés qui prennent le chemin de l'escalade : les filiales cotées du groupe faisant l'objet de l'OPA, pour commencer, ce qui est automatique; mais aussi les valeurs concurrentes exerçant sur des métiers voisins. Car, après tout, si une OPA est lancée par exemple sur un grand de la distribution, cela montre, *a priori*, que le secteur concerné tout entier en vaut la chandelle. Troisième raison, d'ailleurs beaucoup plus spécifique à Wall Street : la valeur des titres «opéables», comme disent les spécialistes, tient davantage au prix parfois déraisonnable que sont prêts à payer les raiders qu'à la situation intrinsèque du groupe. Là où un groupe industriel devrait par exemple coter douze fois les bénéfiques, il cotera plutôt 18 ou 20 fois sachant que, tôt ou tard, un raider cherchera à s'en emparer. Situation plutôt malsaine car elle revient à payer un jour beaucoup trop cher un titre et, pour les raisons que l'on a vues, à maintenir à un niveau lui-même surévalué d'autres titres de la cote opérant sur des métiers voisins, ce qui, corrélativement, sert néanmoins les actionnaires.

413

La bourse, pourtant, a commencé à prendre la mesure de certains dangers qu'occasionne la multiplication des OPA à travers le monde, et plus particulièrement celles se déroulant à Wall Street qui est frappé, depuis quatre ou cinq ans, par le gigantisme. En décembre 1988, Wall Street a, à cet égard, pulvérisé tous ses records en enregistrant l'OPA la plus chère de tous les temps : celle de KKR (Kohlberg, Kravis, Roberts) sur RJR Nabisco. Montant : 24,5 milliards de dollars, soit, au cours de l'époque, plus de 150 milliards de francs. Chiffre spectaculaire qui n'a pu être atteint qu'avec un montage financier assuré sur junk bonds (obligation littéralement de «pacotille» à haut risque et haut rendement) en grande partie. Cette méga-opération a servi en même temps de détonateur aux marchés financiers, en soulignant le degré élevé d'endettement qu'acceptaient les entreprises soucieuses de lancer des OPA.

Gare à l'endettement

Car il n'existe au fond que deux méthodes pour les financer : les fonds propres ou l'endettement. Ce dernier peut, de surcroît, être financé de deux façons : à l'aide de crédits bancaires classiques, ou à travers l'émission de titres obligataires à risques, mais offrant un haut rendement. Précisément la typologie des junk bonds. Or

Wall Street et, avec les financiers de New York, l'ensemble de l'établissement américain prennent depuis peu conscience du danger que représente l'endettement exagéré des entreprises. Souvent financée à taux flottant, la dette posera de graves problèmes de financement le jour où la conjoncture américaine favorisera une hausse des taux d'intérêt.

414

La Banque de Réserve Fédérale estime que la dette des entreprises est passée de 30% de leur valeur nette en 1982 à 46% en 1987, et que les emprunts des sociétés sont passés de 33% du PNB en 1983 à 43% en 1988. Selon des études spécialisées, une entreprise sur cinq cotée à Wall Street ne supporterait pas une brutale remontée des taux d'intérêt et se trouverait en état de faillite. De quoi effrayer les autorités financières du pays, qui réfléchissent par conséquent à un changement du régime fiscal appliqué à l'émission d'obligations.

Une réflexion que vient encore d'accélérer le minikrach d'octobre 1989 dont le déclencheur fut précisément un «accident» constaté sur le marché des junk bonds. Une OPA sur la compagnie United Airlines fut annulée au dernier moment faute de trouver les financements solides nécessaires. Une première inquiétante à Wall Street dont le développement n'a, jusqu'à ce jour, jamais été vraiment freiné par un quelconque obstacle en matière de financement (voir encadré), et qui, ajoutée à quelques autres déboires sur les junk bonds, a fini par provoquer une baisse de 2,5% de leur encours total (environ 200 milliards de dollars), soit 5 milliards de dollars partis en fumée.

Wall Street n'est pas Tokyo

Telle est sans doute la vraie limite que l'on peut trouver au développement des OPA. Car si elles sont bonnes pour l'économie lorsqu'elles permettent d'accélérer des restructurations industrielles, de faire vivre les marchés financiers, de soutenir la cote et donc d'enrichir les actionnaires potentiels, voire de provoquer parfois des débats d'idées entre politiques et financiers, elles n'en offrent pas moins de sérieux inconvénients dès lors qu'elles prennent des dimensions démesurées et favorisent un trop grand endettement des entreprises.

Quoi qu'il en soit, l'OPA est devenue une technique d'expansion économique et financière incontournable et dont même les pays traditionnellement les plus hostiles découvrent prudemment les mérites.

Car autant Wall Street, Londres, et dans une moindre mesure, et de façon beaucoup plus récente, Paris, sont devenus familiers des OPA, les cités financières japonaises et allemandes sont restées jusqu'à présent à l'écart du mouvement, évitant de procéder à des OPA sur leur propre marché mais aussi sur les bourses étrangères. Ces deux pays, pourtant dominants sur la scène économique internationale, sont paradoxalement les plus frileux à l'égard de tout ce qui touche l'ouverture de leur capital. Les mastodontes japonais et allemands ont traditionnellement bétonné leur capital qui appartient, majoritairement, aux familles ou aux institutionnels dignes de confiance (industriels et banquiers) laissant ainsi une faible place au marché.

415

En RFA, le verrouillage du capital est d'ailleurs double. À travers le faible nombre de titres disponibles sur le marché (on dénombre seulement 473 entreprises cotées outre-Rhin), mais aussi grâce au plafonnement des droits de vote qui empêche une société tierce d'acquérir, indépendamment du nombre de titres qu'elle possède, plus de 10% des droits de vote. Bayer et la Deutsche Bank, par exemple, ont plafonné ces droits de vote à 5% et la Dresdner Bank à 10%.

L'explosion des OPA ces dernières années, puis les interrogations qu'elles ont fini par susciter, traduisent en tout cas un déplacement du centre névralgique de la décision économique vers le coeur même de l'entreprise. Au-delà des négociations qui ne manquent pas de continuer à s'opérer dans les couloirs ministériels, ainsi que dans les relations suivies de l'industriel et de son banquier, l'OPA illustre le grand «retour du capital» sur la scène économique qui, de façon croissante, obéit à la loi du marché.



TABLEAU I

CE QUE DIT LA LOI FRANÇAISE

La législation française concernant les OPA a changé avec la loi du 2 août 1989. Dans les grandes lignes, celle-ci vise à garantir l'égalité de traitement entre un agresseur et un agressé. Une fois l'OPA officiellement lancée, la société attaquée n'a plus le droit d'acquérir en bourse ses propres titres, ceci afin de prémunir toute flambée des cours. De même, elle n'a pas le droit de faire procéder à ce ramassage par des mains amies, sous peine que celles-ci soient taxées «d'action de concert», autrement dit d'entente, ce qui est prohibé par la loi. S'il veut riposter, le groupe agressé doit alors déposer à son tour une contre-OPA en bonne et due forme à un prix supérieur à celui de l'OPA dont elle est victime. Inversement, la société qui attaque n'a pas le droit d'acquérir en bourse des actions à un prix supérieur à celui fixé dans le cadre de son OPA. Au cas où les autorités de marché viendraient à constater un dépassement du prix, celui-ci serait automatiquement relevé de 2%. Par ailleurs, l'agresseur ne peut recourir à des mains amies pour acquérir des titres sur le marché à sa place sous peine d'encourir la même accusation d'action de concert. La bonne marche de la pratique de l'OPA est surveillée à la fois par le CBV (Conseil des bourses de valeur), la SBF (Société des bourses françaises) et la COB (Commission des opérations de bourse).

TABLEAU II		
LES PLUS GROSSES OPA		
Initiateur de l'offre	Société visée	Montant en milliards de dollars
Kohlberg, Kravis, Roberts	RJR Nabisco	24,5
Philip Morris	Kraft	13,5
BP	Standard Oil	7,6
Campeau	Federated Department Stores	6,6
General Electric	RCA	6,3
Royal Dutch	Shell Oil	5,7
Philip Morris	General Foods	5,6
Minorco Hanson Trust	Consolidated Goldfields	5,6
General Motors	Hughes Aircraft	5,5
Kohlberg, Kravis, Roberts	Beatrice Cos.	5,4

TABLEAU III

BANQUES : LE MILLIARD DE DOLLARS MONNAIE COURANTE

	Valeur de l'opa (en mld)	Emprunts en cours (en mld)	Engagements non financés (en mld)
Manufacturers Hanover	5,1	3,5	1,6
Bankers Trust	5,0	3,6	1,4
Citicorp	5,0	5,0	—
Wells Fargo	4,5	3,1	1,4
Chase Manhattan	3,5	2,4	1,1
Chemical Bank	3,0	2,0	1,0
Security Pacific	2,9	1,8	1,1
Bank of Boston	2,8	2,2	0,6
Bank America	2,1	1,2	0,9
Mellon Bank	1,7	1,2	0,5
J.P. Morgan & Co	1,6	0,8	0,7
PNC Financial	1,6	1,0	0,6
First Chicago	1,4	0,8	0,6
NCNB	1,3	0,8	0,5

Source : Paine Webbe

- Liste des banques ayant accordé des prêts supérieurs au milliard de dollars à des affaires endettées dans le cadre d'une OPA.

TABLEAU IV

LONDRES : 1989 ANNÉE RECORD

On croyait l'année 1988 exceptionnelle. C'était sans compter sur 1989. Le montant total des OPA enregistrées à la City de Londres a pulvérisé tous ses records, bondissant de 62% en un an, soit 52 milliards de livres en 1989 contre 32 milliards en 1988. Total qui repose sur l'addition des 18 OPA ayant dépassé une valeur unitaire de 500 millions de livres, selon la revue *Acquisitions Monthly*. Comme le montre le tableau ci-contre, c'est la banque d'affaires S.G. Warburg qui a été la plus active devant Lazard Brothers et Goldman Sachs. À noter que sur les 18 plus grosses OPA de l'année recensées à Londres, 12 étaient à participation ou à contrôle étranger, traduisant ainsi l'ouverture réelle du marché de Londres.

TABLEAU V

ACQUISITIONS EN 1988-1989 DE FIRMES ÉTRANGÈRES
EN GRANDE-BRETAGNE

Cible	Acquéreurs	Montant en millions de livres
Rowntree	Nestlé (Suisse)	2 622
Jaguar	Ford Motor (USA)	1 560
Intercontinental Hôtels	Seibu Saison (Japon)	1 350
Pearl Group	AMP (Australie)	1 243
Morgan Grenfell	Deutsche Bank (RFA)	950
Metalbox Packaging	Carnaud (France)	780
DRG	Pembridge Associates (USA)	640
RTZ Chemicals	Rhône-Poulenc (France)	568
Rothmans International	Financière Richemont (Suisse)	543
RTZ Oil of Gaz	Elf Aquitaine (France)	308
Coate Brothers	Orkem (France)	301
Peachy Property	Wereldhave (Pays-Bas)	281
UK Paper	Metsa Serla (Finlande)	263
Hestain	Adia (Suisse)	165

Source : Acquisitions Monthly

TABLEAU VI			
ACQUISITIONS EN 1988-1989 DE FIRMES BRITANNIQUES SUR LE CONTINENT EUROPÉEN			
Cible	Nationalité	Acquéreur	Montant en millions de livres
Center Parks (65%)	Pays-Bas	Scottish & Newcastle	518
Carat (50%)	France	WCERS	202
Banque de l'Union Européenne	France	National Westminster	180
Elsevier (15,4%)	Pays-Bas	Pearson	143
Newmont Mining (Oil of Gaz)	Pays-Bas	Clyde Petroleum	139
Flachglas (20,5%)	RFA	Pilkington	110
Sanitas (57%)	Espagne	BUPA (Hôpitaux privés)	110
Lloyd Italco (90%)	Italie	Royal Insurance	98
Crest Hôtels	RFA	Queens Most House	96
Sema Metra	France	Lap House	93

Source : Acquisitions Monthly

TABLEAU VII

BANQUES D'AFFAIRES LES PLUS ACTIVES DANS LA CITY EN 1989

Institutions	(Rang en 1988)	Nombre d'OPA	Valeur en milliards de livres
S.G. Warburg	(4)	36	26,23
Lazard Brothers	(11)	25	24,25
Goldman Sachs	(3)	4	19,74
Shearson Lehman Hutton	(6)	5	15,45
Hambros Bank	(19)	17	14,65
Schroders	(1)	27	14,43
Morgan Grenfell	(2)	29	14,31
Lazard Frères	(8)	8	10,42
Bankers Trust Int'l	(—)	11	10,19
Kleinwort Benson	(7)	16	10,16

Source : Acquisitions Monthly

TABLEAU VIII		
FUSIONS-ACQUISITIONS : LES 15 PREMIÈRES BANQUES-CONSEILS		
Conseils financiers	Nombres d'opérations	Valeur (milliards FF)
Lazard Frères	26	74,4
Paribas	59	36,3
S.G. Warburg	8	32,8
Goldman Sachs	10	30,9
Morgan Stanley	10	28,3
Crédit Lyonnais	99	25,1
C.C.F.	24	19,5
Financière Indosuez	34	18,4
Banexi	75	18,3
Salomon Brothers	11	17,4
Baring Brothers	11	15,6
J.P. Morgan	2	13,6
Société Générale	24	9,6
R.N. Clive Worms & Cie	12	7,9
Bankers Trust	18	6,3

Source : Fusions et acquisitions