

La multiplication récente des OPA est provoquée par la nécessité de restructurer le secteur économique français. Les banques françaises qui disposent d'une forte capacité de financement sont bien placées dans ces montages. Ces derniers sont marqués par l'évolution de la notion d'OPA, grâce à de nouvelles techniques et des instruments financiers innovants.

## «Il n'existe pas d'arme sûre contre les OPA»

— *Comment expliquez-vous le retour des OPA ?*

**Pierre-Jean Brenugat** – Le boom sur les OPA est provoqué par la nécessité de restructurer certains secteurs économiques. C'est le cas dans la distribution alimentaire, où des dispositions légales et réglementaires freinent la création de nouveaux supermarchés. Le seul moyen pour les groupes existants de se développer en France est d'acheter des concurrents. D'où la décision du groupe Auchan de prendre le contrôle de Docks de France, ou la tentative faite par Promodes sur Casino. Il en est de même dans le domaine de l'assurance. Et le monde financier s'attend au même phénomène dans la banque.

— *Quel est le rôle des banques ?*

**P.-J. B.** – Leur rôle est à deux niveaux : il s'agit premièrement d'aider à la prise d'initiative. Chaque cas est différent, la demande peut venir du client, mais le banquier peut aussi suggérer une opération. Puis il s'agit pour le banquier de construire le dossier (coûts, moyens, procédures à utiliser...).

Il faut en second lieu financer ces opérations. C'est là que les banques qui ont un bilan suffisant ont un rôle important. Il faut en effet avoir la capacité de monter des crédits syndiqués et de les recéder partiellement, car il faut répartir les risques et ne pas garder en totalité dans son bilan des opérations souvent lourdes. Ceci explique la multiplication des partenaires bancaires dans les grosses opérations récentes.

A côté des spécialistes du conseil comme Rothschild ou Lazard, mais qui n'ont aucune capacité de syndication, les grandes banques sont donc incontournables pour financer les opérations les plus importantes. En contrepartie elles veulent aussi être associées au conseil et présenter l'offre publique

— *Les banques anglo-saxonnes sont-elles très présentes sur le marché français ?*

**P.-J. B.** – On les voit peu dans le financement, même si elles ont une capacité de syndication. Elles sont très présentes parce que les activités de fusions et acquisitions sont leur fer de lance et que leur marketing commercial est organisé sur ce domaine.

— *Quelles sont les banques françaises les plus actives ?*

**P.-J. B.** – La Société générale, Paribas et la BNP, sans parler des spécialistes du conseil, de Lazard et Rothschild. Un certain nombre de banques apparaissent, comme ABN Amro, dont la branche française est active, ou le Crédit agricole, du fait de la taille considérable de son bilan. Sa capacité d'ingénierie financière s'est accrue avec la prise de contrôle d'Indosuez.

La concurrence est importante. Tout le monde cherche à faire les mêmes opérations et le succès appelle le succès : plus vous apparaissez, plus vous êtes crédibles. Quant aux commissions, elles se négocient pour chaque transaction. C'est une activité rentable pour les banques. Une offre publique n'entraîne pas de réel risque financier, la banque qui en garantit la bonne fin auprès des autorités boursières s'étant assurée, au préalable, que la société initiatrice dispose des capitaux ou des crédits nécessaires.

— *Quelle est la part de responsabilité de la banque lorsqu'une opération comme celle de Promodes sur Casino échoue ?*

**P.-J. B.** – Dans le cas de Casino, nous avons estimé que Rallye n'avait pas les moyens financiers de lancer elle-même une OPA et avait peu de chances de trouver un chevalier blanc. Nous n'avions pas anticipé qu'elle arriverait à faire admettre par les autorités boursières une offre aussi économe en cash.



**Pierre-Jean Brenugat**  
Banquier conseil  
Société générale

Le paradoxe dans cette affaire est qu'un certain nombre d'actionnaires découragés par la complexité de l'offre de Rallye et attachés à Casino garderont leurs titres. Rallye a ainsi des chances de prendre le contrôle complet de Casino au moindre coût.

— *Que pensez-vous de l'évolution des pratiques en matière d'OPA ?*

**P.-J. B.** – Elles ont évolué récemment avec l'arrivée, notamment, des certificats de valeur garantie (CVG) (1). Jusqu'à présent, ces certificats ont été acceptés comme une alternative : vous offrez du cash à l'actionnaire ou la possibilité de recevoir un CVG s'il conserve ses actions. Mais on pourrait imaginer, sous réserve d'une modification de la réglementation boursière, qu'une attribution de CVG se substitue à l'offre obligatoire en cas de prise de contrôle d'une société cotée.

L'offre publique d'échange de Rallye sur Casino a introduit une autre innovation. Les actionnaires de Casino qui présenteront leurs titres recevront pour partie des obligations échangeables contre des actions Casino. Ils auront donc, en cas d'échange, cédé temporairement leurs actions Rallye, en bénéficiant d'une garantie en capital liée à la faculté de se faire rembourser les obligations en espèces.

L'utilisation de tels instruments consacre l'évolution de l'esprit dans lequel est appliquée la réglementation boursière. A l'origine, pour éviter les prises de contrôle rampantes, il a été imposé aux acquéreurs de plus d'une certaine fraction de capital d'une société cotée de déposer une offre publique permettant à tous les actionnaires de céder leurs titres. Aujourd'hui on semble s'orienter vers un nouveau concept qui consisterait à garantir à terme à ces actionnaires un certain niveau de cours, tout en leur laissant la possibilité de profiter de la hausse de celui-ci.

Il s'agit là d'une évolution qui n'est pas choquante a priori, mais devrait être inscrite dans les textes, afin que les initiateurs d'offres publiques et les défenseurs puissent clairement définir leur stratégie. On devra alors s'interroger sur les conséquences en termes de marché, de la création massive d'options de vente (ou de titres équivalents) en nombre égal aux actions sous jacentes.

— *Les conseils à vos clients portent-ils également sur les armes anti-OPA ?*

**P.-J. B.** – Bien sûr mais il n'y a pas d'arme sûre. La *poison pill* n'existe pas réellement en droit français, mais d'autres dispositifs sont utilisables comme par exemple les bons de souscription d'action (BSA). C'est ainsi que Rallye a acquis 11 des 15 millions de BSA émis par Casino à l'occasion d'une émission d'obligations à bons de souscription d'actions.

Il est par ailleurs difficile de construire une défense autour d'un noyau dur, car ses membres peuvent difficilement renoncer à

une plus-value. Le noyau dur donne toutefois le moyen de privilégier un chevalier blanc librement choisi avec lequel on peut négocier.

— *Les entreprises viennent-elles vous voir à ce sujet ?*

**P.-J. B.** – Nous avons des réflexions avec certains clients. Le meilleur moyen de se défendre contre une OPA est de valoriser si on ne contrôle pas la majorité du capital. Il faut donc avoir, d'une part, une stratégie industrielle pertinente et, d'autre part, une politique de communication de nature à valoriser au mieux vos actions.

— *Les fusions sont plus simples à réaliser que les acquisitions ?*

**P.-J. B.** – Grossir par fusion est plus simple financièrement car une acquisition demande des moyens considérables. Le rapprochement entre l'UBS et la SBS ne pouvait être réalisé que par ce moyen. Cette fusion entre deux banques de même origine permettra de dégager des synergies sur l'exploitation courante, du fait notamment de fortes réductions d'effectifs. Ce n'est en revanche pas le cas dans une fusion entre deux banques de pays différents.

En France, la fusion de grands réseaux bancaires serait sans doute difficile à mettre en œuvre pour des raisons sociales, bien qu'elle puisse apparaître souhaitable, les banques commerciales ne détenant qu'une part de marché somme toute modeste face aux réseaux mutualistes. Ceci pourrait conduire les banques françaises à rechercher des alliances au-delà des frontières nationales, en Europe.

— *Comment se passe une période post-OPA ?*

**P.-J. B.** – Il n'y a pas de règle, tout est lié aux restructurations sur le terrain. Lors de la fusion Auchan/Docks de France, il y a eu beaucoup à faire : restructurations juridiques, réorganisations logistiques... qui ont nécessité plusieurs mois. Mais la distribution est un domaine où les synergies sont les plus faciles à faire jouer : lorsque vous faites 100 milliards de chiffre d'affaires et que vous en ajoutez 50, votre pouvoir de négociation avec les fournisseurs est largement amélioré.

Dans le domaine de la banque, les restructurations consécutives à un rapprochement seraient difficiles à réaliser pour les raisons sociales déjà évoquées. Mais il convient de noter que la pyramide des âges des banques françaises est telle qu'à horizon de cinq ans, les départs à la retraite deviendront nombreux et que ceci pourrait faciliter beaucoup les choses. ■

Propos recueillis par  
Élisabeth Coulomb et Colette Cova

«On semble s'orienter vers un nouveau concept d'OPA qui consisterait à garantir à terme à ces actionnaires un certain niveau de cours, tout en leur laissant la possibilité de profiter de la hausse de celui-ci.»

(1) Titre assurant au porteur de recevoir, à une échéance donnée, la différence (si elle est négative) entre le cours de l'époque et un cours de référence, avec généralement un plafond.