

LA LETTRE DU C.E.P.I.I.

CENTRE D'ETUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES

N° 57

ISSN 0243-1947

Juillet 1986

La vogue des OPA aux Etats-Unis

La prise de contrôle par surprise de la Générale Biscuit par BSN, et l'âpre bataille entre la Cie du Midi et le Groupe Axxa pour celui de la Providence, ont fait brusquement surgir sur la scène financière française des méthodes utilisées depuis longtemps — et sur une tout autre échelle — aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Sans doute ces opérations ne sont-elles pas les premières que la France ait connues depuis la dernière guerre, mais l'usage en a été jusqu'à présent fort limité, en comparaison avec le succès croissant qu'elles connaissent dans les pays anglo-saxons.

La première offre publique d'achat enregistrée en France a été, sauf erreur, lancée en 1964. En 1968, la tentative de mainmise par BSN sur Saint-Gobain, de beaucoup plus puissante à l'époque, a quelque peu choqué les dirigeants d'entreprises françaises, et s'est terminée par un échec. Si, entre 1966 et 1978, on a compté tout de même une centaine d'OPA, près d'un tiers étant du reste à l'initiative de sociétés étrangères, le rythme annuel n'en a cessé de décroître par la suite : 12 en 1977, 8 en 1980, 2 en 1984, avant de se redresser en 1985 avec une dizaine d'offres.

On peut se demander si la vogue des OPA n'a donc pas enfin touché la France après avoir agité depuis plusieurs années les marchés financiers anglo-saxons. Aussi n'est-il pas sans intérêt d'en rappeler l'ampleur, au moins aux Etats-Unis, avant d'en examiner rapidement les implications économiques et financières.

La prise de contrôle des entreprises aux Etats-Unis

La valeur totale des fusions et acquisitions de sociétés a atteint, en 1985 aux Etats-Unis, 180 milliards de dollars, avec trois mille opérations environ, contre un peu plus de 120 milliards en 1984 et 73 milliards « seulement » en 1983. Les spécialistes s'attendent à ce que la barre de 200 milliards soit atteinte en 1986 (1). Trente-six transactions ont excédé en 1985 1 milliard de dollars (18 en 1984), pour un montant total de 93 milliards de dollars, et sept avaient même dépassé 3,5 milliards chacune, contre trois seulement en 1984 (tableau 1). BSN-Générale Biscuit, avec 3,4 milliards de FF, est loin du compte !

TABLEAU 1
Principales opérations réalisées aux Etats-Unis en 1984 et 1985 (milliards de dollars)

1984			1985		
Rang	Compagnies en cause	Valeur	Rang	Compagnies en cause	Valeur
1	Chevron/Gulf Oil	13,2	1	Philip Morris/GI Foods	5,6
2	Texaco/Getty Oil	10,1	2	Allied/Signal COS	4,9
3	Mobil/Superior Oil	5,7	3	Reynolds/Nabisco	4,9
4	Beatrice/Esmark	2,7	4	GI Motors/Hughes Aircraft	4,7
5	Kiewit Murdoch/Continental	2,7	5	Phillips petroleum/rachat de ses propres titres	4,6
6	GI Motors/Electronic Data	2,6	6	Unocal/idem	4,3
7	Broken Hill/Utah internat.	2,4	7	Baxter Travenol/American Hospital	3,7
8	Champion Int./St Regis	1,8	8	Nestlé/Carnation	2,9
9	Teledyne/rachat de ses propres titres	1,7	9	Monsanto/Searle	2,7
10	Manuf. Hanovers/CIT Financial	1,5	10	Coastal/American Natural Resources	2,5
Total des plus importantes opérations*		63,0	Total des plus importantes opérations*		73,9

Source : Fortune, 21.1.1985 et 20.1.1986.

* Du total retenu par Fortune ont été retirées les émissions sans relation avec une tentative d'OPA.

(1) En Grande-Bretagne, la valeur des OPA lancées en 1985 a atteint sans doute une dizaine de milliards de dollars, en hausse de 50 % environ sur celle de 1984. Les montants les plus importants sont actuellement de l'ordre de 3 milliards de dollars par opération.

Toutes ces opérations n'ont sans doute pas été lancées sous la forme d'OPA proprement dites, qui ne sont que l'une des voies d'entrée en force dans le capital d'une entreprise convoitée. En outre, si les « méga OPA » s'étaient cantonnées pour la plupart, en 1984, à l'industrie pétrolière avec des montants restés inégalés jusqu'à présent pour les deux plus importantes, en 1985, elles ont concerné bien d'autres secteurs d'activité (agro-alimentaire, construction électrique, transport aérien...).

La pratique des OPA avait paru en déclin au moment où les bouleversements dûs à la triple crise du début des années soixante-dix — industrielle, énergétique et monétaire — avaient modifié considérablement les conditions de compétitivité des entreprises et des nations. En même temps que les conditions de la concurrence étaient transformées, la législation anti-trust rendait toujours hasardeuse la prise de contrôle d'entreprises.

2
10 %
de la capitalisation
boursière en 1985

C'est à la fin des années soixante-dix qu'aux Etats-Unis une série de changements a commencé d'alléger les restrictions qui, dans certains secteurs, réglementaient nombre d'aspects de l'activité des entreprises ou freinaient fusions et acquisitions (2). Amorcée avec le gaz naturel en 1978, puis le pétrole en 1981, la première série de changements s'est étendue aux banques, aux industries du transport et des télécommunications. La seconde a été marquée par la levée de nombreuses restrictions prises à l'encontre des fusions verticales (1982) puis horizontales (1984) avec l'adoption d'un nouvel indice de concentration (dit de Herfindahl-Hirschman) qui, entre autres assouplissements, considère comme un critère positif l'amélioration attendue de la fusion sur le plan de l'efficacité des entreprises concernées. Ce critère peut contrebalancer les réserves que pourrait susciter, chez les autorités, l'accroissement du degré de concentration.

Enfin, un changement radical de la législation anti-trust est en préparation et devrait apporter beaucoup plus de souplesse à l'application des textes anciens.

Outre la levée d'un certain nombre d'obstacles législatifs ou réglementaires, des innovations financières sont venues accroître la marge de manœuvre des repreneurs d'entreprises. C'est ainsi qu'à côté de l'offre publique d'achat proprement dite, deux moyens relativement nouveaux ont été en effet largement développés ces dernières années : l'opération à effet de levier et le rachat par la direction (tableau 2).

L'importance des capitaux mis en jeu par la pratique des OPA doit être resituée par rapport à la capitalisation boursière des places financières concernées. Si, aux Etats-Unis, les 180 milliards de dollars atteints par l'ensemble des OPA l'an dernier pèsent d'un poids non négligeable, rapprochés des 1 880 milliards de la capitalisation du marché de New-York à la fin de 1985, il n'en va pas de même pour les quelque 10 milliards de dollars des OPA britanniques face à une capitalisation boursière de 350 milliards de dollars.

Ainsi, c'est seulement aux Etats-Unis que le phénomène touche une proportion notable de l'économie, d'autant qu'il a provoqué au cours des deux dernières années, selon certains calculs, le retrait hors du marché des actions d'environ 145 milliards de dollars à la suite des fusions, des rachats de titres par les sociétés elles-mêmes, etc. Ce retrait a contribué, estiment les spécialistes, à la hausse enregistrée à la bourse de New-York.

(2) « Mergers and Takeovers — The value of predators' informations ». Revue de la banque fédérale de Réserve de St Louis, décembre 1985.

TABEAU 2
Les principaux moyens
de prise de contrôle
d'une entreprise
aux Etats-Unis

— L'offre publique d'achat proprement dite (« tender offer »)

L'offreur s'adresse directement aux actionnaires d'une entreprise, et leur propose de racheter leurs actions à un cours donné de façon à obtenir une participation significative dans le capital de celle-ci, sans faire obligatoirement une proposition couvrant la totalité de ce capital.

— Le rachat par la direction (« management buy out »)

Ce moyen a été de plus en plus fréquemment utilisé, notamment comme système de défense au cours des opérations qui marquent une tentative de prise de contrôle non désirée. Une partie du prix est généralement financée par des investisseurs extérieurs à l'affaire.

— L'opération à effet de levier (« leveraged deal »)

Ce moyen est fort usité aux Etats-Unis, où l'acquéreur potentiel finance sa transaction par des emprunts gagés sur les actifs de la société convoitée, dont une partie pourra être vendue ultérieurement. Certaines opérations sont dites à double étage (« two tier offers »). L'achat d'une participation réduite est suivi, pour obtenir la majorité, d'une offre financée par emprunts auprès des banques ou par émission de « junk bonds » (bonds dits « de pacotille ») à taux élevé auprès d'investisseurs institutionnels. Le contrôle obtenu, l'acquéreur peut émettre à nouveau des « junk bonds » pour dédommager les actionnaires restants ou vendre des actifs pour rembourser les emprunts bancaires.

Souvent l'offreur propose un prix plus élevé, réglé en espèces jusqu'à ce qu'il obtienne la majorité, puis un prix plus faible, réglé en titres, pour les actions restantes. Ceci a pour but d'effrayer les actionnaires et de les inciter à accepter tout de suite l'offre, et à renoncer à la tentation d'attendre une offre plus élevée, soit du même, soit d'un autre.

3
Des effets
économiques
controversés

L'activité engendrée par les OPA a été une source de profits considérables pour les établissements spécialisés impliqués dans les montages financiers et juridiques complexes qui viennent à l'appui. Cette activité très rémunératrice explique l'engouement considérable des opérateurs financiers pour ce créneau très particulier, dans le cadre des mutations de grande ampleur qui affectent depuis quelques années l'ensemble du secteur bancaire (3).

On notera, cependant, que deux économies industrielles aussi dynamiques et importantes que celles du Japon et de la RFA ignorent à peu près complètement la pratique des OPA.

En ce qui concerne l'impact des OPA sur les entreprises elles-mêmes, la littérature est assez divisée :

a) Certains auteurs estiment que l'OPA a un effet stimulant sur leur gestion et leur rentabilité. Si elle réussit, les effets de synergie permettraient à l'entreprise résultant de la fusion d'opérer de façon plus rationnelle et à moindres coûts. Si elle n'est encore qu'une simple menace, les dirigeants des firmes susceptibles d'en être la cible tentent d'améliorer rapidement leur gestion pour conserver l'appui de leur actionnariat, notamment les investisseurs institutionnels. En sus de cet effet stimulant, certains attendent des OPA un effet d'assainissement sur l'économie, les « raiders » éliminant les entreprises les plus faibles et les plus mal gérées, qui gaspillent les allocations en capital et en ressources humaines dont elles ont la disposition.

b) D'autres analystes sont plus critiques. Ils redoutent que la crainte d'une OPA incite nombre de dirigeants à privilégier la gestion à court terme, pour faire ressortir des rendements élevés aussi rapidement que possible, et à éviter les investissements dont la rentabilité paraît susceptible de ne ressortir qu'à long terme, bien qu'ils conditionnent l'avenir de l'entreprise. D'autres dirigeants se

(3) D. de Laubier « L'internationalisation des services financiers », *Economie prospective internationale*, n° 26, 2^e trimestre 1986.

défont hâtivement de la partie la plus profitable, et donc la plus convoitée, de leur patrimoine pour ôter tout intérêt à la prise de leur contrôle (4).

Des recherches ont été faites sur le devenir des entreprises absorbantes et absorbées, et même sur celles qui firent échouer les tentatives dont elles furent l'objet. Des recensions de travaux présentées l'une par le *Financial Times* (5), l'autre par le *Herald Tribune* (6), paraissent mener à la conclusion que ce seraient surtout les actionnaires des sociétés absorbées qui seraient bénéficiaires et les autres plutôt perdants. Selon certains auteurs, ceux-ci verraient leurs titres perdre jusqu'à 30 % en cinq ans par rapport à ceux des entreprises similaires, alors que les actionnaires des entreprises absorbées gagneraient au contraire 40 à 50 %.

L'étude publiée par la Federal Reserve Bank de St Louis conclut à un effet positif très net pour les actionnaires de la société absorbée, mais aussi, quoique léger, pour les autres. Ses auteurs récusent les arguments selon lesquels les fusions accroîtraient le chômage et l'abandon d'une stratégie à long terme, ce dernier, en particulier, étant très vite sanctionné par le marché. Jugeant que ces opérations conduisent à une meilleure utilisation des actifs de la société cible et à un effet globalement positif pour l'économie, ils estiment que toute mesure réglementaire visant à les contrarier devrait apporter la preuve de leur nocivité.

Un certain nombre d'OPA ont été lancées par des assaillants de taille inférieure, parfois de beaucoup, à celle de leur cible et qui ne disposaient pas des sommes nécessaires. Aussi ont-ils émis des « titres de pacotille » (junk bonds) garantis sur les actions de l'entreprise visée, dans la limite réglementaire de la moitié de l'investissement total, souvent tournée par le recours à des sociétés-écrans manipulées par l'assaillant, qui émettent à leur tour des obligations.

Le Federal Reserve System s'est ému de la prolifération de ces titres et des conséquences qu'elle pouvait avoir sur la tenue du marché et la solidité des bilans des firmes visées par les OPA. Leur capital-actions se trouve en effet remplacé en fin de compte par une dette, celle-ci étant contractée soit par les nouveaux dirigeants de la firme si l'OPA a réussi, soit par les propriétaires des entreprises susceptibles de faire l'objet d'une OPA quand ils veulent racheter à titre préventif leur propre capital.

Aussi le Fed, au milieu de controverses fort vives, a-t-il, au début de cette année, imposé des limites plus strictes à l'émission de junk bonds, au moins dans le cas des OPA hostiles. Mais ces restrictions ne s'appliqueront pas à l'émission de titres garantis sur des avoirs de la société émettrice elle-même.

En Grande-Bretagne, également, l'effet de levier obtenu par des financements parfois acrobatiques commence à susciter quelques réserves de la part des autorités, notamment quand il s'agit d'un acquéreur étranger, comme cela a été le cas avec l'Australien Elders IXL désireux d'acheter Allied-Lyons.

En France, les opérations de privatisation d'un certain nombre d'entreprises du secteur public vont mettre en jeu des sommes d'une telle importance que l'expérience anglo-saxonne des OPA paraît intéressante à observer. Le souhait de pouvoir bénéficier d'un effet de levier sera sans doute une tentation pour un certain nombre de groupes désireux d'acquiescer tout ou partie du capital des entreprises mises sur le marché. Mais un tel procédé n'est sain que lorsque le marché lui-même est solide, et que son point d'appui ne repose pas sur des pyramides d'endettement à la merci d'un retournement de la conjoncture financière.

Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales,
9, rue Georges-Pitard,
75015 Paris.
Tél. (1) 48-42-64-64

Rédacteur en chef :
Gérard Lafay.

Edition :

La Documentation française.
Abonnement d'un an
(8 numéros) : 175 F.

Commande adressée à :
La Documentation française.
124, rue Henri-Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

Règlement à réception
de la facture.

Directeur
de la publication :
Jean-Michel Charpin.

CPPP n° 1462 AD.
3^e trimestre 1986.
378-Juillet 1986.

Imp. Louis-Jean - GAP

Imprimé en France.

(4) Cette manœuvre, dite « lock up option », semble désormais interdite dans le cas d'une OPA hostile, si l'on en croit le jugement prononcé à l'encontre de SCM, cible d'une offre indésirable de Hanson Trust. SCM avait offert alors à Merrill Lynch, auteur d'une offre jugée, elle, amicale, de racheter à SCM ses activités les plus bénéficiaires à des conditions qui les sous-évaluaient nettement.

(5) 6/1/1986.

(6) 10/1/1986.