

## OPA : pour des arbitrages transparents

**L'**offre publique d'achat ou d'échange est un moment clef dans la vie d'une société cotée : pour l'entreprise qui va sans doute voir son projet industriel modifié, pour les actionnaires qui ont l'occasion d'obtenir une liquidité organisée et complète pour leurs titres, à des conditions suffisamment intéressantes pour que l'opération permette à l'offreur de détenir la majorité du capital et des droits de vote.

On sait que la liquidité ne se fait pas que par rapport à l'offre. Dès que celle-ci est annoncée, on assiste à une rotation rapide du capital, les actionnaires présents au capital cédant leurs titres à des investisseurs professionnels de type hedge fund : l'arbitrage joue sur la valeur temps liée aux délais propres à ce type d'opérations, qui tendent à s'éterniser tant les processus d'autorisation réglementaire sont devenus longs.

Cette rotation du capital, qui a un véritable intérêt économique pour les parties prenantes – l'actionnaire cédant va pouvoir redéployer son capital dans d'autres entreprises, le « hedge fund » va exercer pour le bénéfice de ses investisseurs sa capacité à arbitrer les situations –, laisse néanmoins l'entreprise face à des actionnaires qui, pour l'essentiel, n'en sont pas vraiment. Ils achètent avec une sortie assurée à court terme : leur seul but est d'extraire le maximum de valeur de l'initiateur et de la société cible dans ce bref laps de temps.

Ces arbitrages supposent d'être réalisés dans une transparence accrue, faute de quoi ils sont un marché de dupes pour les actionnaires qui ont vendu : ils pensaient avoir vendu légèrement moins cher pour pouvoir vendre plus vite, ils peuvent s'apercevoir qu'ils ont vendu à des acheteurs espérant bénéficier d'une modification des termes à leur seul bénéfice.

Il en va ainsi des hedge funds qui vont se positionner pour menacer de bloquer un retrait obligatoire, souvent avec une mise de fonds réduite par l'utilisation de produits dérivés de type CFD (« contracts for difference »). La loyauté dans les transactions, qui est un principe directeur des offres publiques, doit permettre de les obliger à dévoiler leurs intentions sur ce point.

De même, les acteurs qui se positionnent pour faire échouer une offre, souvent par les mêmes produits dérivés, doivent être forcés à la transparence dans leurs intentions. Faute de quoi, avec une mise réduite, ils sont en mesure de maintenir le cours d'une société en Bourse à un niveau artificiellement élevé, pour laisser planer la menace d'un échec afin d'obtenir une surenchère qui ne profitera pas aux actionnaires qui leur auront vendu, dans l'ignorance de leurs intentions.

L'idée n'est pas de permettre aux offres mal dimensionnées de prospérer mais, au contraire, d'assurer la bonne information des actionnaires et la confrontation des offres et des surenchères pour que les actionnaires qui ont accompagné l'entreprise puissent en tirer les meilleurs fruits à l'occasion de l'offre publique. ■