

STRATEGIE FINANCIERE

L'enchère de la BNP sur les 11% du Crédit Lyonnais : malédiction du vainqueur ou offre imparable ?

Jean Peyrelevade, président du Crédit Lyonnais, n'a eu de cesse depuis sa privatisation en juillet 1999 de diviser son actionariat pour mieux y régner. Ni les danses du ventre du Crédit Agricole, premier prétendant avec 10,5% du capital au sein des 33% du Groupement d'Actionnaires Partenaires (GAP), ni les oeillades plus suaves des AGF (10%), n'ont eu assez de grâce à ses yeux, jusqu'à ce que Francis Mer mette un terme à ces tergiversations byzantines. A force de minauder sur la couleur de la robe de la mariée (« Jeannine, tu la veux blanc vierge, blanc cassé, ou jaune pâle ? »), le père de celle-ci a fini par perdre patience et décider de donner sa main au plus offrant -- quel qu'il soit -- pourvu qu'on l'en débarrassât. Et Michel Pébereau s'est dévoué pour mettre tout le monde d'accord... En tant que contribuables qui avons supporté les conséquences des débauches de Jean-Yves Haberer, nous ne pouvons que louer l'initiative du ministre, destinée à optimiser le prix de cession des 11% du capital que l'Etat détenait encore dans le Lyonnais, n'en déplaise à son président, fort marri de ne plus contrôler ni la liste de ses prétendants, ni, probablement, la couleur de sa future robe... si robe, on lui laisse encore.

Certains se sont gaussés du prix de 58 euros par action Crédit Lyonnais payé par la BNP-Paribas, alors que le dernier cours de bourse se situait à 39 euros, et que les trois autres offres s'évaluaient entre les 47 euros de la Société Générale (3,9% du capital en dehors du GAP) et les 42 euros des AGF (offre limitée à 3,5% des 11% de l'Etat), sans oublier les 44 euros de la Banque verte. Autre point de référence : introduite à 25,5 euros, l'action du Lyonnais avait touché un plus haut historique de 54 euros fin 1999, à une époque où l'économie et la bourse étaient plus porteuses qu'actuellement. Cette prime de 49% par rapport au prix du marché et de 23% par rapport au second mieux-disant peut paraître, a priori, excessive. Michel Pébereau aurait-il « fondu un câble » ?

Les tenants de cette première lecture la basent sur le concept de la « malédiction du vainqueur » (*winner's curse*) dans le cadre de la Théorie des Jeux. Schématiquement, la malédiction du vainqueur soutient que celui qui remporte une vente aux enchères pour un bien de « valeur commune »

(*common value*) paye obligatoirement trop cher puisque tout acheteur rationnel doit s'arrêter d'enchérir lorsque le prix atteint cette valeur dite commune à tous les participants ; or, pour gagner l'enchère, il faut être le seul qui reste à enchérir... donc, par définition, le vainqueur ne peut que surpayer.

Une deuxième analyse, au titre de la Théorie des Signaux, permet d'apporter un tout autre éclairage au prix payé par la BNP. Cet éclairage, plus subtil, se fonde sur le concept du « tir de barrage » (*preemptive strike*) par le biais d'une « offre imparable » (*knock down offer*). Tout d'abord, soulignons la vertu de l'offre d'entrée de jeu « significativement meilleure que celles des autres candidats » : elle élimine les risques d'un deuxième tour d'enchères alors que la simple communication des résultats du premier tour transmet des informations-clés à tous les candidats sur la formulation du prix. Ainsi a-t-on appris ultérieurement que la Société Générale aurait été disposée à offrir 52 euros lors d'un deuxième tour : le chiffre de 58 euros perd quelque peu de son ombre, puisque l'écart entre l'offre victorieuse de la BNP et l'intention non aboutie de la Générale se trouve ainsi rabaissé à 12%.

Écoutons ensuite ce que Michel Pébereau dit lui-même dans ses interviews : la question d'une offre publique de BNP-Paribas sur le Lyonnais « ne se pose pas en l'état actuel des choses ». « La nouvelle situation créée par notre acquisition de 11% du capital n'implique aucune modification du contrôle du Lyonnais ». « Nous avons souhaité saisir l'opportunité qui nous était offerte d'occuper une position incontournable au sein du capital du Lyonnais ». Le prix élevé « reflète précisément la valeur de cette opportunité exceptionnelle ». Rappelant que les deux banques exerçaient les mêmes métiers en France et dans le monde, « les possibilités de coopération entre les deux groupes, dont les cultures sont proches et dont les équipes et les managements se sont toujours respectés, sont manifestes (...) [et] recèlent un fort potentiel de création de valeur ». « Nous nous attacherons à établir un dialogue étroit avec l'équipe de direction du Crédit Lyonnais pour définir et mettre en œuvre l'ensemble de ces coopérations ». Enfin, Michel Pébereau a clairement indiqué sa volonté de « rencontrer les dirigeants du Lyonnais pour leur faire partager [son] projet industriel ».

Le prix, qualifié de « très impressionnant » de l'aveu même d'un dirigeant du Crédit Agricole, véhicule plusieurs signaux. Il est tout d'abord l'expression d'une frappe préventive qui a pour effet d'abasourdir tous les prétendants, comme de vulgaires lièvres tétanisés par les anti-brouillards

d'un 4x4 qui dévale sur eux, le conducteur arborant un large sourire masqué par le halo de fumée de son cigare.

Ensuite, la BNP n'a pas l'intention de lancer une OPA, à moins d'y être acculée. L'entrée de la BNP n'est pas une déclaration d'hostilité envers les autres actionnaires : le prix affiché place seulement la barre très haut pour celui qui se lancerait dans une course cherchant à remettre en cause la position de la BNP, déterminée à rester premier actionnaire du Lyonnais. L'acquisition supplémentaire de 5% du capital du Lyonnais par la BNP sur le marché la semaine suivante est là pour le rappeler. Au sein même du noyau dur du GAP, doté d'un droit de préemption sur la cession des actions du Lyonnais jusqu'au 1^{er} juillet 2003, le prix de 58 euros est désormais un « taquet » pour les banques étrangères notoirement vendeuses, comme la Commerzbank (3,9%) et la BBVA (3,6%). La position de la BNP, désormais incontournable avec 16,2% du capital à un coût moyen de l'ordre de 55 euros, confère au Lyonnais une « valeur unique » (*private value*) qui rend hors sujet tout corollaire entre valeur commune et malédiction du vainqueur. Cette valeur est d'autant plus unique pour la BNP que, de tous les candidats, elle est celle qui peut tirer le plus grand parti des synergies liées à l'élimination des coûts redondants au maintien des deux réseaux qui se recoupent à 90% : c'est le deuxième signal fort transmis par ce prix. A Marseille par exemple, le Lyonnais dispose d'un réseau de 65 agences tandis que la BNP entretient 48 guichets. Avec un prix au taquet si élevé, et sans des synergies au moins aussi importantes que celles de la BNP, personne n'est en mesure de coiffer son offre.

En somme, la BNP cherche avant tout à optimiser l'avantage psychologique préalable à la mise en place des coopérations de son choix : vu sous cet angle, payer « un peu cher » ces 11% initiaux (de l'ordre de 250 à 400 millions sur les 2,2 milliards d'euros déboursés) est un investissement marginal en montant absolu, face aux gains espérés des coopérations et aux effets secondaires d'intimidation des autres prétendants.

Et si la direction du Lyonnais ne se montrait pas suffisamment volontaire sur ces coopérations, la BNP pourrait se voir alors contrite et contrainte de lancer une bataille boursière sur l'intégralité du capital au prix déjà affiché, ce qui implique inévitablement, pour le rentabiliser, une lourde casse sociale dont la responsabilité morale serait alors entièrement portée par les dirigeants de la banque au Lion. Les syndicats évoquent une facture sociale de 7.000 à 12.000 emplois, soit entre 5% et 10% des effectifs combinés des deux établissements. En cas de fusion, certains analystes

avancent des réductions de coûts de l'ordre d'un milliard d'euros par an, correspondant à un peu moins de 3 euros de bénéfice par action (BPA) Crédit Lyonnais.

Comme au poker, Michel Pébereau vient de placer sur ses cartes un enjeu d'une telle audace que les autres joueurs doivent réfléchir à deux fois avant d'égaliser sa mise, juste « pour voir » s'il bluffe. Rappelons enfin qu'à l'issue de 6 mois de la plus grande bataille boursière du secteur bancaire français, la BNP avait payé au bout du compte une prime de 47% sur le cours de bourse de Paribas en 1999. Compte-tenu de cet antécédent, suivi de la fusion impeccablement exécutée avec Paribas, Michel Pébereau a, sans aucun doute, une main particulièrement fournie qui rend sa démarche d'autant plus crédible aujourd'hui. Jean Peyrelevade, d'habitude si prompt à montrer les aspérités de son contour, l'a, semble-t-il, bien compris en acceptant de rencontrer M. Pébereau : de deux maux, il faut toujours choisir le moindre.

Christophe J. NIJDAM, *Associé-gérant de CapitalAction et maître de conférences à Sciences Po Paris*

Publié dans *Le Méditerranéen* du 16/12/2002