

Comment interpréter la Directive O.P.A. ?*

Jean-Louis Beffa[▲]
Leah Langenlach^{*}
Jean-Philippe Touffut[◆]

Prisme N°1
Septembre 2003

* Les auteurs remercient l'ensemble des participants au débat organisé le 27 III 2003 par le Centre Cournot pour la recherche en économie, et tout particulièrement Ieke van den Burg, Nicholas Clegg, Simon Deakin et Frédéric Lordon. Que soient également remerciés les commentateurs : François Bayrou, Robert Boyer, Philippe Herzog, Hans-Helmut Kotz et Antoine Rebérioux.

Les vidéos de leurs interventions sont accessibles sur le site : www.centrecournot.org. Un grand merci à Martin Höpner et à Bernard Marx, qui nous ont permis de comprendre les mécanismes de la construction politique de la Directive.

Ce texte prolonge une première analyse, consacrée à l'étude du projet de Directive et publiée en septembre 2003.

Les opinions exprimées dans ce texte ne reflètent pas forcément celles des intervenants au débat.

- ▲ Président de la Compagnie de Saint-Gobain, co-président du Centre Cournot pour la Recherche en Économie.
- ♣ Politologue, chercheuse à l'université de Northwestern à Chicago et à l'Institut Max-Planck de Cologne.
- ◆ Économiste, secrétaire général du Centre Cournot pour la Recherche en Économie.

Résumé

Lancée en 1974, l'idée d'harmoniser les législations des Offres Publiques d'Acquisition s'est concrétisée en 1985 dans un premier projet de Directive. Cette mouture a été rejetée de justesse en juillet 2001. Étayée par un ensemble de trente amendements, une deuxième version de la Directive a été adoptée le 16 décembre 2003.

L'objectif initial de la Directive était de promouvoir un cadre commun aux acquisitions transfrontalières, de faciliter la restructuration des entreprises et de protéger les actionnaires minoritaires. Entre le rejet du premier projet et le vote de la deuxième proposition, de très vives tensions se sont exacerbées autour de trois articles litigieux : la neutralité du conseil d'administration en cas d'O.P.A., les restrictions aux transferts de titres et aux droits de vote multiples, et la consultation des représentants des salariés.

Les amendements adoptés sur ces questions par la commission juridique affaiblissent le contenu de la Directive. Il reviendrait ainsi aux États de rendre ou non applicables les articles sur la neutralité du conseil d'administration et sur l'exercice des droits de vote multiples en cas d'offre publique. À ce caractère optionnel s'ajoute une clause inédite de « réciprocité ». L'esprit de la Directive est cependant inchangé : aucun article n'a été retiré.

Une question est restée en dehors des débats : faut-il encourager les O.P.A. ? Les offres publiques d'acquisition sont l'un des principes constitutifs d'un mode de capitalisme dont le moteur est la dynamique des marchés financiers. En économie, les études théoriques sur les offres publiques ont été complétées par des études économétriques et des analyses de terrain. Elles constatent que celles-ci ne contribuent pas à la croissance économique. Au cours des trente dernières années, plus de deux-tiers des offres publiques ont entraîné une baisse de la productivité des entreprises et contribué à diminuer le taux de croissance d'ensemble de l'économie. Une Directive O.P.A. devait-elle, dans ce cas, s'accorder à la logique financière au détriment de la logique industrielle ? Selon, les recommandations des chercheurs, il faudrait au contraire construire les garde-fous nécessaires pour protéger les entreprises de l'instabilité de la finance.

Introduction

Selon les termes de la Commission européenne, le projet de Directive sur les Offres Publiques d'Acquisition (O.P.A.), finalement voté le 16 décembre 2003¹ s'inscrit dans la série de lois destinées à construire un espace européen de la finance, dans lequel les marchés financiers de l'Union seraient harmonisés. Dans son Livre Blanc sur l'achèvement du marché intérieur de 1985, la Commission annonce ainsi son intention de promouvoir la proposition d'une treizième Directive « en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition ». Le Conseil européen de Lisbonne a placé cette Directive, qui fait partie du Plan d'action des services financiers, parmi les priorités pour l'intégration des marchés européens d'ici à 2005. L'hypothèse qui préside aux objectifs de la Directive est d'homogénéiser les conditions de concurrence au sein de l'Union² afin de promouvoir un cadre commun aux acquisitions transfrontalières. Il s'agit de renforcer la sécurité juridique de ces opérations au bénéfice de toutes les parties concernées, de faciliter la restructuration des entreprises et de protéger les actionnaires minoritaires.

Le lecteur pressé n'aperçoit dans ce projet qu'une des étapes sur le chemin de l'accomplissement du Marché unique européen. Plusieurs de ses articles en révèlent néanmoins l'originalité. Appliqués au pied de la lettre, ils pourraient marquer une rupture du cadre juridique des entreprises de l'Union européenne. Politologues et économistes s'étonnent de la longévité et de la transformation d'une entreprise, à laquelle, selon ses propres auteurs, les amendements de novembre 2003 ont fait perdre son sens. Quelle est l'histoire de ce projet, quelles sont les hypothèses qui ont prévalu à l'élaboration de cette Directive, quels sont les objectifs de ses partisans et quelles critiques leur opposent ses détracteurs ? Le texte qui suit propose de répondre à ces questions avant de présenter une lecture théorique de ses enjeux. L'étude du

¹ 321 voix pour, 219 votes contre, 9 abstentions.

² Il s'agit des conditions de concurrence, *level playing field* en langue anglaise.

contenu du projet précède un examen formel et substantiel de ces arguments, qui invite à les réinterpréter dans une perspective historique.

Les articles-clefs de la Directive au crible de la microéconomie

1. Les fruits d'une longue maturation

Le projet d'harmonisation des lois encadrant les offres publiques d'acquisitions a presque trente ans³. Le premier rapport de la Commission européenne sur les O.P.A. est en effet rédigé en 1974. Onze années plus tard, un livre blanc évoque la nécessité d'approfondir le marché intérieur en harmonisant les juridictions européennes. En 1989, un premier projet de Directive est proposé par la Commission européenne. Les critiques du Parlement entraînent sa révision, laquelle est cependant abandonnée en 1991. Une nouvelle mouture est présentée en 1996, vingt amendements du Parlement la retouchent l'année suivante. En 1999, le Conseil du Marché intérieur approuve le projet de Directive, qui reste à étendre au sujet de l'autorité compétente sur les offres publiques à Gibraltar. Une réponse à cette question est trouvée en 2000, mais la deuxième lecture du Parlement révèle des mésententes entre le Parlement et le Conseil. Une version du projet, mise au point par un « comité de conciliation », est rejetée par 273 voix contre 273 en 2001. Une nouvelle proposition est soumise par la Commission en 2002. Cette proposition est l'objet de trente-trois amendements, dont trente sont acceptés par la Commission juridique le 27 novembre 2003. Le vote du Parlement a eu lieu le 16 décembre 2003.

La Directive comporte vingt articles. Les quatre premiers articles présentent le champ d'application, les définitions et les principes généraux, ainsi que les autorités de contrôle. Les articles 6, 7 et 8 portent sur l'information, la période d'acceptation et la publicité de l'offre. Ils imposent que les informations sur le marché des titres concernés soient rendues publiques de sorte que soient réduits les risques de pseudo-

³ Une chronologie détaillée du projet de Directive est présentée en annexe.

marché et d'opérations d'initiés. Selon l'article 10, les entreprises cotées doivent publier les informations sur les dispositifs d'entrave aux éventuelles offres publiques. L'assemblée des actionnaires doit se prononcer tous les deux ans sur ces mesures structurelles et ces mécanismes de défense. Le fonds de la Directive s'articule autour des articles 5, 9, 11 et 13. Ces articles concernent :

- la protection des actionnaires minoritaires et l'offre obligatoire ;
- la règle de neutralité du conseil d'administration ;
- l'inopposabilité des restrictions au transfert de titres et au droit de vote ;
- la consultation des représentants des salariés.

Ils font l'objet d'une présentation détaillée ci-après. Le projet de Directive se conclut par deux articles dont le contenu est moins âprement discuté. L'article 14 résulte d'un amendement du Parlement européen, il organise le « retrait obligatoire ». Un actionnaire détenant un certain pourcentage de titres d'une société à la suite d'une O.P.A. peut obliger les actionnaires minoritaires restants à lui céder leurs titres contre une compensation. Enfin, l'article 15 organise symétriquement le « rachat obligatoire » : à la suite d'une O.P.A., un actionnaire minoritaire peut obliger l'actionnaire majoritaire à lui acheter ses titres.

La protection des actionnaires minoritaires et l'offre obligatoire

Selon l'article 5, toute offre destinée au rachat d'une entreprise-cible doit s'appliquer à l'ensemble des détenteurs d'actions à un même prix équitable. Pour garantir le meilleur prix aux actionnaires minoritaires, est considéré comme équitable le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant conjointement avec lui, pendant une période de six à douze mois précédant l'offre. Seraient ainsi empêchées les seules transactions entre l'offrant et les détenteurs de blocs d'actions. Cette disposition renforce les droits des actionnaires minoritaires. Elle rend aussi plus contraignante l'organisation d'une O.P.A. et peut sans doute décourager certains projets d'achat. L'offrant doit en effet être en mesure d'acquérir d'emblée et au même prix la totalité des actions.

Les partisans de cet article assurent que les offres purement spéculatives peuvent ainsi être évitées. Ses opposants, qui croient à l'efficacité du marché, craignent qu'il entraîne la diminution du nombre des acquisitions, destinées à améliorer la productivité. Des « marchés financiers imparfaits » pourraient interdire à des offrans d'acheter 100 % du capital. L'article 5 aurait pour conséquence d'interdire à un offrant potentiel d'acquérir une partie du capital suffisante pour mieux connaître l'entreprise, en vue d'en prendre éventuellement le contrôle⁴.

Dans la mesure où cette règle rend impossible toute offre destinée aux seuls détenteurs de blocs d'actions en vue de restructurer une entreprise et d'améliorer sa productivité, l'actionnaire minoritaire devrait ainsi choisir entre ses droits et son intérêt financier. Cet article rendrait impossible un transfert d'actions qui nuit à son portefeuille et réduit le nombre d'échanges qui pourraient améliorer sa composition⁵. L'effet de l'offre obligatoire sur la structure de propriété n'est pas neutre : au cas où les actionnaires achèteraient toutes les actions disponibles, l'offre obligatoire contribuerait à la concentration de propriété et à la réduction du nombre d'actions échangées librement. Ce principe s'opposerait ainsi à l'effort de certains pays de promouvoir une propriété plus disséminée.

La neutralité du conseil d'administration

Selon cette règle incluse dans l'article 9, le conseil d'administration d'une entreprise-cible doit convoquer une assemblée générale afin d'obtenir l'autorisation d'agir dans un autre but que la recherche d'une autre offre, qui pourrait conduire au rejet de la première. Les dirigeants ne pourraient ainsi augmenter le capital, faire de grosses acquisitions ou vendre une part d'actif importante sans l'approbation des actionnaires.

La justification première de cette règle est de protéger les actionnaires contre le retranchement de la direction de l'entreprise. Elle dérive des théories micro-économiques qui traitent de la relation « mandant-mandataire »⁶. Les dirigeants de

⁴Voir (Bergström, 1997 #2482).

⁵Voir (Bebchuk, 1994).

⁶ La théorie « mandant/mandataire », parfois appelée théorie de l'agence, est une déclinaison de la théorie des contrats. Dans des situations où deux individus ont intérêt à collaborer, la théorie permet d'analyser les systèmes

l'entreprise, considérés comme les «mandataires», sont censés agir dans l'intérêt de leurs mandants, les actionnaires. Le lancement d'une offre d'acquisition hostile est décrit comme un cas où les intérêts des mandataires s'opposent à ceux des mandants. Les dirigeants confrontés à ce genre de situation ne peuvent maximiser la valeur de l'action, car leur poste et les modes de rémunération qui lui sont associés sont en jeu. Ils sont notamment tentés de structurer l'entreprise de sorte que la valeur boursière soit réduite, que leur éviction soit rendue difficile, ou que l'entreprise soit moins attractive à l'offrant. Ils peuvent ainsi diversifier l'entreprise suivant la connaissance spécifique qu'ils ont de son activité⁷. Ils peuvent également acheter des actifs de riposte, afin notamment de créer des montages compliquant l'opération (défaut de concurrence, complication de la structure capitalistique). La règle de neutralité est censée remédier à ce problème dans la mesure où elle augmente le contrôle des mandataires par leurs mandants pendant la période de l'offre.

La principale objection contre la règle de neutralité porte sur l'interdiction faite aux dirigeants d'exercer leur responsabilité envers les ayants droits qui ne sont pas actionnaires. Les opposants à cet article proposent que l'assemblée générale autorise au préalable le conseil d'administration à effectuer de telles démarches sans qu'il ait à convoquer une nouvelle assemblée générale, afin que les dirigeants puissent exercer leur responsabilité. Dans un tel cas, l'autorisation devrait être renouvelée tous les ans ou tous les deux ans. Ces contradicteurs trouvent partiellement gain de cause dans l'article 10. La question est d'autant plus aiguë que les gains des actionnaires lors d'O.P.A. ne résultent pas de gains d'efficacité dans la gestion des actifs mais de transferts de ressources effectués au détriment des employés stables, des fournisseurs et des clients de l'entreprise⁸. Les défenseurs des parties prenantes de l'entreprise soulignent à ce sujet les droits que ceux-ci acquièrent en consentant des investissements tout au long de leur vie professionnelle. Les défenseurs du modèle de l'entreprise conçue comme un nœud de contrats s'opposent à ce point de vue. Leur principale thèse tient dans le fait que les employés

d'incitation qui peuvent assurer à un mandant que correspond à son objectif le résultat de l'action du mandataire qu'il rétribue.

⁷Voir (Edlin et Stiglitz, 1995).

⁸Voir (Deakin, 1997 : 124).

sont déjà protégés par les termes mêmes des contrats qu'ils signent avec l'entreprise, laissant aux actionnaires un droit résiduel.

L'argument qui présente les actionnaires comme des demandeurs résiduels ne tient toutefois pas si un élément résiduel échappe aux contrats des employés, des fournisseurs et des autres parties prenantes. Dès lors que l'ensemble des parties prenantes fait des investissements spécifiques, dont la valeur en dehors de l'entreprise a de bonnes chances d'être minime, « [leurs] revendications de propriété de l'entreprise sont aussi recevables que celles des actionnaires et sans doute plus encore »⁹.

En ce qui concerne la règle qui imposerait la convocation dans l'urgence d'une assemblée générale, la difficulté technique de son organisation suscite des inquiétudes que partagent les plus fervents défenseurs des actionnaires minoritaires. Demander l'approbation des actionnaires en pleine offre est pratiquement impossible car le temps nécessaire à la convocation d'une telle assemblée est trop long. Ces problèmes sont aggravés par le temps de réaction des actionnaires, structurellement plus long, et par les problèmes de coordination entre les acteurs concernés. La règle de neutralité implique en fait qu'aucune action susceptible d'entraver une O.P.A. ne soit menée pendant la période de l'offre. L'impossibilité d'un recours à certains mécanismes de défense pose des problèmes divers. En premier lieu, elle peut impliquer une interférence injustifiée dans le fonctionnement normal de l'entreprise. Certaines des mesures interdites pendant les offres publiques ne sont pas forcément des moyens de défense destinés à les faire échouer. Des acquisitions et des ventes peuvent ainsi augmenter la valeur de l'entreprise, y compris pour l'actionnaire. Les actions de défense contre les offres publiques peuvent également permettre à d'autres offerants d'intervenir et de faire monter les enchères. Les actionnaires ne peuvent se charger d'arbitrer entre les offres, s'ils retardent ou non leur décision de vendre ou non leurs actions. Les actions défensives peuvent contribuer à améliorer la coordination en accentuant le pouvoir de marchandage des dirigeants contre les offerants.

⁹Voir (Blair, 1995 : 239; Deakin et Slinger, 1997 : 131)

Les restrictions au transfert de titres et aux droits de vote

L'article 11 de la Directive porte très précisément sur « l'inopposabilité des restrictions au transfert de titres et aux droits de vote ». La question de l'inopposabilité concerne spécifiquement la question des droits multiples, qui, selon les dirigeants d'entreprises, récompensent et encouragent la stabilité de l'actionariat. Dans certains cadres juridiques nationaux, l'offrant peut outrepasser les mesures contournant le principe d'une voix par action, une fois qu'il a acquis 75 % des parts de la société-cible. Les mesures d'inopposabilité de la Directive visent ainsi les plafonnements de droits de vote, les actions à droits de vote différenciés, les actions à droits de vote multiples et les restrictions de transfert d'action. L'applicabilité de cette règle est alors limitée à « la période d'acceptation de l'offre ». Cette règle a pour objectif de rendre impossibles les cas de figures où l'offrant qui possède une part déterminante du capital d'une entreprise ne peut en prendre le contrôle car des actionnaires minoritaires disposent de droits multiples. L'article faciliterait le succès des offres hostiles ; l'acquisition d'une part majoritaire serait suffisante pour que la prise de contrôle soit effective.

Si les hypothèses de la micro-économie étaient respectées et si les agents n'avaient, notamment, pas de contraintes de richesse, la règle d'inopposabilité assurerait une allocation optimale du contrôle des entreprises. La règle « ne laisse d'autre choix au dirigeant en exercice que de rentrer dans la course s'il veut conserver le contrôle. Tant que le dirigeant et son rival peuvent financer les offres correspondant à leurs estimations de l'entreprise, celui dont l'évaluation est la plus élevée l'emporte »¹⁰. Ce principe n'est plus valable si les détenteurs de blocs d'actions sont soumis à des contraintes financières.

Les critiques dénoncent l'astreinte que fait peser la règle d'inopposabilité sur la liberté d'action des entreprises et de ses actionnaires dans leurs activités respectives. L'article 11 porterait en lui des conséquences lourdes sur la structure de propriété des entreprises des pays de l'Union européenne. La règle aurait des conséquences sur l'organisation interne de l'entreprise, au-delà de la période d'acceptation de l'offre. Le texte de la Directive limite les applications de la règle de

¹⁰Voir (Berglöf et Burkart, 2003).

non-opposabilité à cette période. Dans le cas des actions à droits de vote différenciés, une telle limitation peut-elle être toutefois imposée ? La neutralisation conduirait à la disparition des structures à votes différenciés, particulièrement fréquentes en Scandinavie. D'autres conséquences indésirables pourraient provenir des efforts des détenteurs de blocs d'action afin de neutraliser la règle d'inopposabilité.

Cette règle peut-elle empêcher la séparation des droits de vote et des parts au capital dans les entreprises qui décident d'entrer en bourse ? En fait, ces entreprises choisiront des agencements de capital qui leur permettent d'échapper à ce principe. Le glissement des structures à droits différenciés vers les structures pyramidales serait une conséquence directe de la règle ainsi mise au point¹¹. Les détenteurs de blocs pourraient alors augmenter leur part dans l'entreprise au-dessus des 25 % du seuil, s'assurant ainsi qu'aucun offrant ne peut acquérir plus de 75 % des parts. Des chercheurs danois assurent de leur côté que cette option n'est accessible qu'à très peu d'entreprises en Europe en raison de la contrainte de trésorerie¹². La règle d'inopposabilité peut également redéfinir les options financières de contrôle des actionnaires minoritaires qui possèdent plus de 25 % du capital. Sous le coup de l'article 11, un certain nombre d'entreprises verrait se restreindre les opportunités d'augmentation de capital. Cette règle pourrait augmenter le coût des nouveaux financements ou limiter leur disponibilité.

L'interaction entre l'article 11 et l'article sur l'offre obligatoire peut être conflictuelle. En permettant aux petits actionnaires de participer à des gains consécutifs à une offre publique, l'offre ferme clôt le marché des échanges de blocs de contrôle. Elle augmente ainsi le coût pour l'offrant et rendant l'O.P.A. plus difficile¹³. La règle d'inopposabilité a l'effet opposé. Cette permet à un offrant de mener à bien son action sans payer de prime aux actionnaires de contrôle. La combinaison des règles d'offre obligatoire et d'inopposabilité invite les détenteurs du contrôle à délaisser l'ensemble de l'activité, laissant ainsi le pouvoir aux dirigeants plénipotentiaires des entreprises à actionnariat dispersé.

¹¹Voir (Bebchuk et Hart, 2002).

¹²Voir (Bennedsen et Nielsen, 2002).

¹³Voir (Berglöf et Burkart, 2002).

L'information et la consultation des représentants du personnel

La Commission a adopté à une très large majorité une recommandation visant à faire de ces démarches une étape obligatoire et préalable à toute offre publique. Cette recommandation est liée à l'article 9, qui prévoit notamment que les mesures défensives soient prises par l'assemblée des actionnaires. Il est possible que l'avis des représentants du personnel sur les répercussions possibles d'une O.P.A. ne soit pas pris en compte si le conseil de direction ne dispose d'une marge de manœuvre suffisante. Pour que l'avis de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise soit pris en compte, il faut que l'opinion des dirigeants de l'entreprise se fasse entendre comme celle des actionnaires, selon une logique principalement financière¹⁴.

2. Les objections et les amendements

L'opposition au projet de Directive s'est concentrée sur cinq points : la neutralité du conseil d'administration en cas d'offre publique, les restrictions aux transferts de titres et aux droits de vote multiples, la consultation des représentants des salariés, et la réciprocité vis-à-vis des législations aux États-Unis. Les trois premiers points ont été l'objet d'amendements qui, au contraire du quatrième, ont été adoptés. Le cinquième point n'a pas été ancré dans les textes. Il a néanmoins contribué à fédérer des oppositions hétérogènes contre le projet.

L'asymétrie États-Unis/Europe

La législation des offres publiques aux États-Unis dépend largement des états. L'amendement Williams de 1968 y a rendu obligatoire la publication d'informations qui contribuent à augmenter le coût de l'opération d'achat. Les offres doivent en effet révéler les options stratégiques des offrants. Si les primes d'offre publique ont augmenté à partir du milieu des années soixante-dix (Nathan, O'Keefe ; 1989), c'est en fait au début des années quatre-vingt que l'arsenal de défenses contre les offres

¹⁴Le cas de l'usine anglaise Rover est exemplaire de l'importance de la consultation des salariés en cas d'offre publique : la vente en 2000 de l'entreprise par BMW à Phoenix, un consortium d'employés, a été rendue possible à cause du non-respect des dispositions en matière de consultation.

publiques s'est déployé aux États-Unis puis au Canada. Plusieurs stratégies peuvent être mises en pratique, parmi lesquelles le recours aux conseils d'administration à renouvellement échelonné (*classified boards*, en langue anglaise), le recours à un chevalier blanc, la délocalisation juridique de l'entreprise (Maryland ou Delaware, par exemple), l'avalement de l'avaleur (*pac man*), l'achat de bloc de titres détenu par l'offrant (*greenmail*), les plans de droits actionnaires (pilules empoisonnées ou *shareholders rights plans*) et le vote à la « supermajorité » sont les plus représentés dans les structures de contrôle des entreprises. L'inégalité des entreprises européennes vis-à-vis des États-Unis est alors mise en avant par les défenseurs des systèmes européens de protection, beaucoup moins bien armés. Sur près de 2000 entreprises états-uniennes étudiées en 2003, 60% ont recours aux conseils d'administration à renouvellement échelonné, 55% disposent de systèmes de pilules empoisonnées et 15% utilisent un système de vote à la « supermajorité » (IRRC, 2004). La mise en place d'un marché du contrôle harmonisé, censée défaire les protections contre les offres hostiles ouvre ainsi les portes de l'espace intégré de l'Union, alors que les financiers états-uniens sont déjà en position de force au sein de la City.

Les amendements de novembre 2003

Aucun article n'a en été censuré ou retiré dans le cadre des amendements. L'esprit de la Directive, telle qu'elle a été votée, est inchangé. Il faut néanmoins reconnaître que les amendements adoptés par la Commission juridique affaiblissent partiellement son contenu. Pour la plupart, Les révisions concernent la neutralité du conseil d'administration en cas d'offre publique, les restrictions aux transferts de titres et aux droits de vote multiples, et la consultation des représentants des salariés. Il revient ainsi aux États de rendre ou non applicables les articles sur la neutralité du conseil d'administration et sur l'exercice des droits de vote multiples lors d'une O.P.A. À ce caractère optionnel s'ajoute une clause inédite de « réciprocité » introduite le 16 avril 2003 à l'initiative de l'Allemagne. Cette clause permettrait à l'entreprise-cible d'une offre publique de ne pas se conformer aux principes de la Directive, si ceux-ci ne sont pas en vigueur dans le pays de l'assaillant. L'optionnalité des articles 9 et 11

rend difficile tout pronostic sur la dynamique O.P.A. dans l'Union européenne. La question de l'adoption ou non de ces articles reste, elle aussi, entière. Là où l'organisation du contrôle du capital se fonde sur des principes auxquels s'opposent ces deux articles, il est vraisemblable que les articles seront rejetés. Il est difficile en revanche de savoir comment réagiront les pays, comme la France, où la confusion sur les enjeux de la Directive persiste. Il reste impossible de dire si l'offre publique hostile deviendra l'instrument principal de contrôle des entreprises.

Les trois amendements sur l'information et la consultation des salariés, pourtant soutenus par la Commission économique, n'ont pas été retenus par la Commission juridique, ni soumis au Parlement. Certes, leur portée dépassait celle de la Directive sur l'information et la consultation, dans la mesure où leurs implications altéraient le processus de l'offre. La modification qu'ils auraient entraînée sur le droit des O.P.A. au Royaume-Uni a ainsi cristallisé les oppositions et conduit, entre le 24 et le 27 novembre, à des dénouements d'alliances. Dans les faits, l'offrant qui souhaite acquérir une entreprise au Royaume-Uni doit, aujourd'hui, s'engager à respecter les droits des salariés de l'entreprise-cible. Les licenciements ne sont en aucun cas interdits après le rachat. Seuls les projets d'O.P.A. impliquant explicitement une restructuration et des licenciements rendent la consultation obligatoire. S'ils avaient été acceptés, ces amendements auraient entraîné la participation systématique des représentants du personnel au processus même de l'offre. Les possibilités de lancer des offres publiques hostiles auraient été d'autant réduites.

La Directive, les entreprises et la croissance

3. Les O.P.A. contribuent-elles à créer de la valeur ?

Suffit-il de croire aux vertus théoriques du marché pour soutenir la Directive ? Si l'on souscrit aux hypothèses néo-libérales, deux critères de résultat doivent être

pris en compte : d'une part, la croissance de la consommation ; d'autre part, la création et le maintien de la concurrence sur le marché des biens. Il est étonnant de croire que c'est surtout du mode de financement que vient la croissance de la consommation, alors que l'économie néo-classique enseigne que la monnaie importe peu. Que l'on souscrive ou non aux thèses néo-libérales, c'est la question de l'efficacité du marché qui doit être posée. Il est difficile de l'admettre *a priori* et de stigmatiser le manque de concurrence, dû au hiatus entre l'expression des actionnaires et le pilotage de l'entreprise lorsque le marché n'est pas efficace. Qu'elle menace ou qu'elle soit lancée, il ne va pas de soi que l'O.P.A. hostile soit la solution.

Un grand nombre d'études empiriques (Jensen, 1988 ; Travlos, 1987 ; Vilalonga, 2000), montre que les entreprises acheteuses ne voient pas leurs cours monter au delà de 2-3 %. Le cours des entreprises achetées augmentent en moyenne de 30 % dans une fenêtre de trente jours. Sur un plus long terme, d'une à trois années, la « surperformance » boursière est de -15 %. Dans l'ensemble, les offres publiques n'augmentent pas la productivité des entreprises, ni au niveau microéconomique, ni au niveau macroéconomique. Plus de deux tiers des O.P.A. n'aboutissent qu'à une baisse de la productivité des entreprises et n'augmentent pas le taux tendanciel de croissance (Ravenscraft, Scherer ; 1987). Au moment des grandes vagues d'O.P.A. aux États-Unis, dans les années 60, l'idée du conglomérat présidait aux investissements : les offres publiques menées dans ce cadre ont alors détruit de la valeur. Dans les années 90, les obligations très spéculatives étaient émises pour financer un mouvement inverse de capitaux, qui visait à casser les conglomérats et à reconstituer le capital sur le principe de cœur de métier. Les analyses montrent que cela n'a pas non plus augmenté la productivité, ni de l'entreprise ni de l'économie en général.

Il serait plus acceptable de baisser la garde face aux offres publiques si les marchés de capitaux étaient en permanence efficaces. La période 1997-2000 en particulier illustre que l'efficacité est très relative. Selon Fisher Black, il faut considérer qu'un marché est efficient tant que les fluctuations restent aux alentours d'un facteur 2 du juste prix (entre la moitié et le double). Si environ 15% des

entreprises sont en permanence sous-évaluées d'un tiers, c'est qu'il y a de bonnes raisons de restructurer... ou que le marché n'est pas vraiment efficace.

Il est difficile de dire précisément ce que gagnent l'assaillant et sa cible, on peut certifier toutefois que la rémunération des intermédiaires est toujours assurée. A une époque où l'on vante la prise de risque du capital, cela n'est pas sans saveur. Dans l'automobile, le choix est possible entre la politique de Daimler qui prend le contrôle Chrysler par une offre publique, pour aboutir trois ans plus tard à une valeur consolidée identique à celle de Daimler à l'origine, et la tactique d'alliance, de coopération et d'investissements partagés, menée par exemple par Renault et Nissan. L'O.P.A. n'est pas la seule méthode.

Au niveau macro-économique, la notion de conditions de concurrence est en fait bien moins importante que celle de la stabilité des entreprises. Supprimer toute entrave aux O.P.A. reviendrait de fait à soumettre les entreprises à l'instabilité. Se pose alors la question des niveaux de garde-fous nécessaires pour protéger les entreprises de ces actions mises en scène par les banques d'investissement mais qui n'aboutissent pas à l'élévation du niveau de productivité de l'économie. Il ne s'agit pas d'élever les seuils à un niveau où le gérant d'une entreprise peut faire ce qu'il entend. Il faut simplement prendre en compte l'ensemble des acteurs économiques et non la seule logique financière.

4. La remise en cause de la constitution de l'entreprise

La Directive touche à un élément fondamental de la constitution de l'entreprise. L'aborder dans la perspective fonctionnaliste d'une unité autonome qui combine des facteurs de production permet d'éviter de prendre en compte les différents acteurs qui la composent. Dans l'article 11, des considérations techniques soutiennent ainsi la notion de « percée », qui permet de s'attaquer aux droits de vote multiples, sans que l'on anticipe les conséquences de cette percée. L'harmonisation fiscale, pour laquelle on considère à l'inverse que la concurrence et la diversité sont vertueuses, est de son côté laissée en friche.

Ce qui est en cause, c'est bel et bien le choix du modèle d'entreprise. Sa constitution même est profondément ancrée sur des habitudes historiques, géographiques et sociales. Siemens ou Saint-Gobain ne sont pas gérés comme Marconi. Il n'est pas sûr que les parlementaires européens ont pris conscience de l'envergure d'un problème qui leur est présenté sous une forme très technique, alors qu'il touche à des éléments structurels très lourds.

Le fond du problème réside dans le besoin de volatilité du capitalisme financier, ou plus directement d'un nombre croissant d'institutions financières. L'évolution des structures prônée par les institutions financières et la création d'une volatilité croissante sont concomitantes. Du côté des entreprises, c'est l'inverse qui prévaut. Dans un environnement incertain, dans lequel les entreprises prennent des risques, la quête de stabilité est incessante. La défense des droits de vote doubles assure un peu de stabilité. L'actionnaire qui s'engage à détenir des actions pendant un minimum de deux ans doit être récompensé.

La perspective de la Directive O.P.A. ouvre d'ailleurs celle de la Directive qui porte sur les sociétés d'investissement (DSI). La DSI, en cours d'élaboration, a pour objet de permettre aux grandes sociétés d'investissement et aux commerciaux de la finance, les *traders*, de capter une masse de traitement des titres sur le marché financier européen, principalement le marché des titres des entreprises et des collectivités territoriales. L'enjeu de cette Directive revient dès lors au traitement d'une masse d'épargne de gros avec laquelle ces opérateurs peuvent jouer dans un espace financier intégré et qui leur confère un pouvoir de contrôle, selon des logiques de court terme mais aussi des stratégies d'investissement et d'organisation des moyens productifs. Il s'agit donc bien d'un marché du contrôle. Le changement par rapport aux systèmes nationaux, dans lesquels toute entreprise est insérée dans un système de contrôle social et public est historique. La dimension sociale et politique de ce mode de contrôle est là encore absente et régie sur le mode du marché. Dans ce cadre, on s'attache au court terme. Le principe de jugement la notion d'équité de concurrence. Il s'agit de conditions de concurrence, d'un « *level playing field* » sur le marché du contrôle. Les sociétés d'investissement de la City, sont déjà engagées sur ce terrain.

Peut-on contrer cette évolution en menant la bataille sur les droits à l'information et à la consultation ? L'information et la consultation doivent être rendus possibles dans la société attaquante, cela ne renverse pas pour autant la logique et reste conditionnel à la possibilité de la confidentialité. En général, comme dans le cas d'Alstom, les transformations de périmètre des entreprises rendent d'ailleurs très difficile la mise en place de mécanismes de consultation efficaces. Il faut que des syndicats et des travailleurs de pays différents se mettent d'accord, puisque l'on évolue dans un marché financier intégré et que l'on dépasse le cadre national. Il ne s'agit pas pour autant de militer pour la préservation des systèmes nationaux qui sont eux aussi improductifs de bien des façons. Il manque une transformation du concept de contrôle social et public.

5. L'opposition en droit de la société et de l'entreprise

Le débat sur la Directive ignore la tension entre deux entités : la société et l'entreprise¹⁵. La première est définie comme une personne morale qui regroupe les actionnaires. Elle est régie par un droit particulier, *le droit des sociétés*. L'entreprise n'a en revanche pas de personnalité juridique. Elle se présente comme un collectif de travail, producteur de richesses et régi par le droit commercial et le droit du travail. La dichotomie est bien entendu fictive. Ce qui se passe dans la sphère de la société a une influence sur l'entreprise. C'est le cas lors d'une offre publique, lorsque le transfert des parts sociales de la société a des conséquences sur l'emploi et sur l'activité de ses ayants droits. Inversement, la valorisation des titres financiers dans la sphère de la société dépend au minimum de l'activité réelle. Pour dépasser cette dualité, il y a deux manières de procéder, qui sous-tendent des modèles distincts.

¹⁵ Ces remarques sont largement inspirées de l'intervention d'Antoine Rebérioux lors du débat, reprises dans (Rebérioux, 2003).

La souveraineté actionnariale

Dans ce cas de figure, l'entreprise et ses dirigeants sont au service des actionnaires. La société surplombe l'entreprise. C'est ainsi que l'entend le rapport rédigé à la suite du rejet du premier projet en 2001 (Winter, 2002). En fait, deux rapports ont été rédigés : l'un sur les juridictions des offres publiques d'achat, et l'autre, en novembre 2002, sur le droit des sociétés hors-O.P.A. Ce dernier, dès son introduction, assure que « le droit des sociétés doit en premier lieu favoriser l'efficacité et la compétitivité des entreprises. Les actionnaires doivent pouvoir faire en sorte que la société soit gérée dans leur intérêt et que les gestionnaires soient responsables de cette gestion. Accordant la priorité à la création de richesses, les actionnaires sont, de l'avis du groupe, bien placés pour jouer un rôle d'observateurs critiques, non seulement pour eux-mêmes mais aussi, dans des circonstances normales, pour l'ensemble des parties prenantes. » Cette lecture contredit les faits. L'intérêt de l'entreprise n'est pas soluble dans l'intérêt de la société. Parmi de nombreuses illustrations de ce point de vue, les travaux empiriques montrent avec le plus d'acuité le transfert de richesses des salariés de l'entreprise-cible vers les actionnaires de la société-cible (Deakin, 2003 ; Deakin et Slinger, 1997).

Le modèle gestionnaire corporatif et la participation des salariés

Les dirigeants ont un rôle d'intégration et de médiation des intérêts des différentes parties prenantes, à commencer par les salariés et les actionnaires. Le conseil d'administration est alors doté de responsabilités élargies. Il doit assurer la cohérence de l'entreprise et de la société. C'est le cas dans de nombreux pays européens comme la Hollande ou la France, par le biais de la notion d'intérêt « social » de l'entreprise.

Il s'agit de mettre en place des arrangements institutionnels qui garantissent l'intégration du point de vue des salariés dans les processus décisionnaires, à travers des droits à l'information, à la consultation, voire à la cogestion. Une forme singulière de rapprochement naît entre la société et l'entreprise lorsque des représentants des salariés siègent directement aux organes directeurs de la société. L'originalité du modèle européen de contrôle est probablement de vouloir prendre

en compte cette participation des salariés. La treizième Directive ne va que dans le sens du modèle de souveraineté actionnariale, qui constitue le socle théorique de ce texte. L'article 9, qui n'a pas changé entre les deux projets de Directive et qui est soutenu avec force dans le rapport Winter, dispose que les dirigeants doivent s'effacer au nom du principe de neutralité. Ils ne peuvent donc plus jouer leur rôle de médiation et de conciliation des intérêts. Par ailleurs, la participation des salariés est très largement absente de ce texte, même si le second projet la renvoie aux Directives sur le droit social. Du coup, l'éviction des salariés du débat est totale, alors même que les dirigeants ne peuvent plus faire valoir leur point de vue ou intercéder auprès des actionnaires. Quel est le rôle des mécanismes de consultation, si les dirigeants ne peuvent en tirer de conclusions ?

La logique du capitalisme financier derrière l'harmonisation réglementaire

À en croire les auteurs de la Directive, l'harmonisation de la finance européenne dans un marché unique doit assurer l'intégration économique et ainsi entraîner de nouvelles économies d'échelle. L'intégration économique serait la condition nécessaire à l'intégration politique. La notion d'intégration porte en elle l'hypothèse très forte et très discutable de la convergence des économies. Ces promoteurs considèrent que la variété au sein du capitalisme n'est que transitoire car il n'existe à terme qu'une forme de capitalisme : la meilleure, même si différents modèles continuent, suivant les contextes, de conduire à des performances économiques équivalentes. La diversité que l'on observe parmi les économies développées ne serait que le reflet de l'inadaptation de la plupart d'entre elles au modèle optimal du moment.

Admettons pour l'instant que l'harmonisation soit nécessaire, alors la question demeure : quel modèle faut-il favoriser comme cadre commun ? S'agit-il de protéger les actionnaires minoritaires et de faciliter les offres hostiles ? Il faut alors

atteindre l'équité entre les détenteurs d'actions et la dispersion de l'actionnariat. Il faut également faire la part des choses entre la contestation du contrôle de l'entreprise et la protection des actionnaires minoritaires.

La protection des actionnaires minoritaires encourage, certes, la dispersion de la propriété. Toutefois, une propriété dispersée ne permet pas à ses détenteurs de juger consciencieusement des projets de long-terme de l'entreprise. Les problèmes liés à l'action collective, les empêchent de contrôler efficacement les dirigeants. Les décisions des entreprises au capital dispersé sont ainsi plus sensibles au « court-termisme » ou à la mauvaise gestion.

Pourquoi rendre les O.P.A. hostiles plus faciles ? Il s'agit en premier lieu de combattre le retranchement des dirigeants, auquel s'oppose les théories micro-économiques. Celles-ci mettent en avant les problèmes d'aléa moral dans la relation mandant-mandataires. Elles partent du constat que les gestionnaires, nommés en tant que mandataires de leurs mandants, les actionnaires, peuvent doser leur effort en vue de maximiser la valeur de l'action. La menace d'une offre d'acquisition apparaît comme un remède à cet aléa dans la mesure où elle menace suffisamment les dirigeants de l'entreprise-cible. Ils peuvent perdre leur emploi si l'offrant hostile prend le contrôle de l'entreprise afin d'améliorer sa gestion¹⁶.

Deux arguments pèsent contre le retranchement des dirigeants :

- la menace est moins efficace dans la mesure où les dirigeants en place peuvent recevoir une compensation financière pour la perte de leur poste par les nouveaux propriétaires ;
- la crainte d'une O.P.A. ne peut améliorer la gestion d'une entreprise que si les offrants visent une cible dont la performance est effectivement faible. En fait, bien d'autres raisons, en dehors du projet de gestion meilleure motivent une O.P.A., parmi lesquelles le renforcement du retranchement des dirigeants dans la société offrante, les rémunérations, la diversification ou l'élimination de la concurrence. Il ne suffit pas d'obtenir de bons résultats économiques pour conjurer les menaces d'O.P.A.

¹⁶Voir (Marris, 1963; Scharfstein, 1988 ou Schmidt, 1997).

Les O.P.A. menacent la performance de long terme des entreprises. L'argument du « court-termisme » et des contrats implicites met en avant les effets pervers d'un régime libéralisé des offres publiques sur la croissance des entreprises. La pression qui impose de satisfaire à tout instant des actionnaires libres de toute attache impose aux dirigeants de se détourner de certains investissements productifs. Si les hypothèses d'information parfaite s'appliquaient, des restrictions dans l'investissement à long terme mèneraient d'ailleurs à une chute instantanée du prix de l'action lorsque la valorisation actualisée est réduite. En fait, la valeur des investissements dans la recherche, dans les relations de travail, dans la formation, ou l'entretien de la confiance peuvent être difficiles à évaluer dans le court-terme et de l'extérieur¹⁷. Les dirigeants sous pression pour maximiser la valeur de l'action ont tendance à minimiser les coûts de ces investissements pour que les ressources aillent vers des dividendes plus importants. L'idée que des contrats implicites sont noués dans l'entreprise, qu'ils impliquent d'investir dans la main-d'œuvre conforte la possibilité d'une grande sécurité de l'emploi. Dans le cas où la compensation financière après un licenciement est insuffisante, la probabilité accrue de la perte d'un emploi associée à une menace d'O.P.A. diminue les incitations des dirigeants et des employés à investir dans des qualifications spécifiques à l'entreprise¹⁸.

L'histoire des O.P.A. montre qu'elles sont le moteur d'une redistribution et non d'une création de richesses. Les gains des actionnaires sont accrus non grâce à la meilleure gestion des nouveaux dirigeants, mais au transfert de revenus qui a lieu au détriment des anciens employés, des fournisseurs, des clients¹⁹. D'autres moyens existent d'ailleurs de résoudre les problèmes d'aléa moral et de promouvoir l'efficacité de la direction d'une entreprise, comme les rémunérations ou les litiges des actionnaires.

¹⁷Voir (Deakin et Slinger 1997 : 132f ; Stein 1988).

¹⁸Voir (Knoeber 1986; Shleifer-Summers, 1988 ; Soskice 1992).

¹⁹Voir (Deakin et Slinger 1997; Deakin 2003).

6. La Directive et ses modèles

La référence de la place financière de Londres

Les codes présidant aux activités de fusion dans le système anglais ne portent pas sur la protection des droits de propriété des actionnaires, mais sur la réinvention de ces droits, dans la perspective de la création d'un marché du contrôle des capitaux. Dans cette optique, le contrôle et la propriété des entreprises doivent s'échanger librement sur le marché du capital. Il faut donc une certaine forme de réglementation pour créer de la déréglementation et concevoir ensuite un marché du contrôle du capital. Depuis les années soixante, et même pour certaines formes depuis les années cinquante, cette réglementation s'est progressivement mise en place par le biais de textes consacrés aux O.P.A. hostiles, en Grande-Bretagne comme aux États-Unis. Ces textes viennent étayer la construction du marché du contrôle capitalistique. Au fondement de ce processus, l'idée est de dynamiser les acteurs du marché par le choc que produit une O.P.A. Il s'agit donc de discipliner les dirigeants d'une entreprise d'une manière soudaine.

Qui sont les actionnaires ? Légalement, ils possèdent des actions, mais pas l'entreprise, bien qu'en Grande-Bretagne de nombreux actionnaires institutionnels le pensent. Il y a un long différend juridique sur la question. Il faut remonter à l'aube de la révolution industrielle pour cerner les attributions afférentes à la possession d'une action. Elle donne clairement d'importants droits de vote et de contrôle. Que sont véritablement les droits de propriété attachés à une action ? Selon des juridictions anciennes comme la chambre des *lords*, les dirigeants n'ont des devoirs qu'envers l'entreprise et pas envers les actionnaires, à l'exception de situations très particulières. Par conséquent, le conseil d'administration doit agir pour le bien de l'entreprise dans son ensemble, ce qui inclut l'ensemble des ayants droit, si son action crée de la valeur pour les actionnaires à long terme.

En Grande-Bretagne, la révision du code de droit des sociétés a abouti à l'idée selon laquelle la valeur des actions à long terme doit être «éclairée». Cet objectif est censé être atteint dans le respect de l'intérêt des différents ayants droit. Cela implique, en principe, que le conseil d'administration d'une entreprise peut

refuser une O.P.A. hostile. C'est ainsi que cela s'est passé jusque dans les années 50. Dans la Grande-Bretagne des années trente et quarante, un conseil d'administration ne prévenait même pas les actionnaires de l'occurrence d'une O.P.A. Dorénavant, il est non seulement obligé de prévenir les actionnaires, mais il doit aussi rester neutre tout au long de la procédure. Le code prévoit expressément la neutralité du conseil d'administration. Ce n'est donc pas du ressort des dirigeants de l'entreprise de défendre la communauté productive. Au contraire, ils sont supposés défendre les intérêts des actionnaires et faire en sorte qu'ils reçoivent le meilleur profit financier possible.

C'est même là tout l'intérêt d'une O.P.A., qui court-circuite l'équipe dirigeante pour s'adresser directement aux actionnaires. Ceux-ci disparaissent ensuite de la scène, à moins qu'ils n'acceptent des parts de la nouvelle entreprise fusionnée. C'est alors à la nouvelle équipe dirigeante de gérer l'entreprise. En effet, on considère généralement que l'acquéreur doit absolument dégager des bénéfices pour payer la prime promise aux actionnaires, en général supérieure d'au moins 20 % aux cours du marché. En principe, cela se fait en dirigeant l'entreprise de manière plus efficace. Dans les faits, les études empiriques montrent que cela passe par des cessions d'actifs et des réductions d'effectifs.

Le code britannique a été mis en place dans le dessein de représenter les intérêts des actionnaires, et plus particulièrement celui des actionnaires minoritaires. L'ensemble des principes d'auto-réglementation a été mis en place par les opérateurs de Londres, principalement des banques et des actionnaires institutionnels (Deakin *et alii*, 2002). Leur assortiment représente les intérêts financiers de la City. Il n'est pas surprenant que l'intérêt des employés n'y soit pas mentionné. Ils n'ont pas pu faire valoir leur point de vue au moment de la formulation de ces règles, lesquelles sont nées de la cristallisation de pratiques vieilles de quarante ans.

Du code de la City à la treizième Directive

La treizième Directive s'inspire largement du code de la City, même si elle n'en est pas une copie exacte. Les principes de traitement égal pour tous les actionnaires et de passivité des conseils d'administration étaient enchâssés dans la version initiale avant son amendement. Le principe de traitement égal implique que les droits de propriété ne sont pas défendus mais fondamentalement réarrangés. Un actionnaire minoritaire serait en effet probablement ignoré dans un système sans réglementation, alors que le principe de traitement égal implique que l'acquéreur paie chaque action au même prix.

C'est là un mode d'organisation du capital. Il implique l'absence de larges blocs capitalistiques, caractéristiques du capitalisme continental. La mise en place de la loi Williams aux États-Unis et l'adoption du code en Grande-Bretagne ont donc fondamentalement transformé le capitalisme dans ces pays. C'est pourquoi il est aujourd'hui si différent des modèles français ou allemand, alors que dans les années trente et quarante, les similitudes étaient grandes, en tout cas dans la concentration de l'actionariat.

La Directive ne concerne donc pas seulement le marché unique et l'harmonisation des règles. Elle est porteuse d'une vision particulière et substantielle de ce que ces règles sont supposées être. Le groupe de travail consulté pour la révision du projet rejeté en 2001 était représentatif des seules institutions financières. Les entreprises non financières en étaient absentes. La tension entre les institutions financières et les organisations non-financières mérite pourtant l'attention. Le débat a ainsi été déplacé sur le terrain technique, et les hypothèses de travail n'ont pas été débattues. Le projet de Directive mentionne les autres Directives qui interviennent dans le domaine de la consultation des employés, ainsi que les différentes dispositions nationales qui peuvent exister. Cependant, si l'on veut requérir l'avis des salariés au moment où l'O.P.A. est lancée, et pas seulement lorsque des licenciements sont imminents ou lorsque le transfert d'activité a lieu, la répartition du pouvoir entre les différents groupes des ayant droits est fondamentalement altérée.

Si l'on étudie le capitalisme états-unien, on constate que les O.P.A. n'y jouent plus un rôle majeur, du fait notamment de l'existence de l'arsenal évoqué plus haut. Il faut concevoir la pilule empoisonnée comme un artefact légal, inventé par des juristes en réponse aux O.P.A. hostiles et comme d'autres dispositions que l'acheteur est obligé de respecter en pareils cas. La technique de vente d'actions à prix réduit aux actionnaires, augmentant ainsi le coût de l'offre publique, a été rendue juridiquement possible. La raréfaction des offres publiques hostiles est consécutive au ralentissement du moteur d'un mouvement qui s'est arrêté dans les années 80. Après la vague d'offres publiques, les équipes dirigeantes n'ont plus eu besoin d'être convaincues de l'importance de la valeur actionnariale, puisqu'une nouvelle génération de responsables avait pris les commandes. Les ingénieurs qui dirigeaient pas mal d'industries d'équipement ont été remplacés par des comptables et des avocats. Ce changement majeur dans la définition même de la conduite de l'entreprise la transforme. Elle devient un actif, objet d'une ingénierie financière. La possibilité pour ces dirigeants de disposer d'options d'achat de parts de l'entreprise aligne leur intérêt avec celui des actionnaires et du cours boursier. Il n'est alors plus utile de faire appel à l'O.P.A. hostile, puisque la valeur actionnariale est la raison d'être de l'entreprise.

Dans ce cadre, certains dirigeants mesurent leur gestion à la métrique de la valeur des actions. Une sorte de conglomérat virtuel apparaît, dont les employés ne peuvent récupérer les parts lorsque les cours s'effondrent. Il n'est pas surprenant que se soient construites des structures où les pratiques comptables consistaient à placer les actifs pénalisants dans des sociétés fictives, de façon à préserver les cours boursiers. Cette pathologie est en fait l'objet de diagnostics dans l'ensemble des pays anglophones de l'OCDE. À l'échelle de l'Union européenne le projet de Directive viole les dispositions légales de nombreux États-membres, notamment dans la réglementation des prises de décision en droit des sociétés. Les offres publiques sont perçues comme bénéfiques, en tant que moyens de pression supplémentaire sur des conseils d'administration supposés passifs. Elles constituent également un instrument de profit qui alimente la hausse des cours et donc la rentabilité des actions. Selon les partisans de la Directive, le marché unique européen est fondé sur les éléments

suivants : un espace de libre circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux ; une politique monétaire unique qui favorise les synergies transfrontalières ; ces deux réalisations augmentent la pression concurrentielle transfrontalière. La Directive se présente alors comme l'approfondissement de marché qui abat les barrières et les dispositions légales nationales qui viennent limiter la possibilité de mener à bien des O.P.A. par-delà les frontières des états-membres.

Les esquives de la Directive

La Directive ne concerne pas les structures spécifiques de type « fondations » ou « commandites », ni les actions privilégiées que l'État peut détenir dans certaines compagnies. Elle laisse globalement de côté le secteur public. Dans les pays où les droits de vote multiples n'existent pas, des structures en cascades permettent d'organiser le capital avec l'aide de minoritaires coopératifs qui ne peut être atteint par la nouvelle juridiction. La Directive ne démantèle pas les modèles de contrôle qui sont primordiaux dans la structure des entreprises allemandes et néerlandaises. Elle ne limite pas les us et les lois portant sur la consultation des salariés.

Les États-membres défendent leurs positions à la Commission en protégeant leurs particularismes juridiques, supposés ne pas faire obstacle au projet de Directive. La France veut ainsi préserver ses droits de vote doubles, alors que les Nordiques restent attachés à leurs droits de vote multiples. Études empiriques à l'appui, ils affirment que ces dispositifs ne découragent en rien les O.P.A. hostiles. Cette argumentation s'accorde au registre discursif de la Commission. Il en admet les prémisses et il en valide la logique. Le contenu de la directive correspond en quelque sorte au plus petit dénominateur que partagent les principaux initiateurs de sa négociation.

Les représentants de trois nations, les Pays-Bas, l'Allemagne et l'Angleterre de la *City* ont mené cette initiative, défendant chacun de leur côté leurs avantages comparatifs. C'est finalement l'option allemande qui s'est imposée en 2001, comme en 2003. La position a d'ailleurs fluctué en fonction des changements d'opinion des gouvernements successifs sur le modèle juridique de la *City* (Betts, 2003 ; Callaghan,

2003) qui laissait de côté les fondations néerlandaises. Durant les années 1990 en effet, ni le Bundesrat, ni le Bundestag ne jugeaient nécessaire l'harmonisation de la juridiction sur les offres publiques. L'opposition du gouvernement Kohl, à la règle de neutralité notamment, a été un moment remise en cause par le gouvernement Schröder, avant que le rachat de Mannesmann ne contribue à inverser l'opinion.

7. Le verrouillage de la logique financière

Les trois piliers de la Directive²⁰

La déréglementation des marchés : les marchés de titres négociables et déréglementés constituent la structure de la liquidité, qui permet aux capitaux de faire de grands allers et retours. Il s'agit de rendre possible la transformation instantanée d'un pari sur les dividendes futures en richesse immédiate.

La concentration de l'épargne collective auprès des gestionnaires institutionnels : en donnant la possibilité de déplacer des masses financières susceptibles de provoquer des mouvements de prix elle organise la force de frappe. Ces évolutions de prix sont les vectrices du pouvoir de la finance, bien plus que l'action des actionnaires. Le cours boursier synthétise les données de la survie des dirigeants et détermine en partie la vulnérabilité ou la résistance à des assauts extérieurs (Lordon, 2000).

La transformation du contrôle capitalistique : elle constitue l'autre donnée qui détermine cette vulnérabilité. L'ancien régime de stabilisation de la propriété du capital est transformé, alors que les participations croisées sont défaites et la propriété du capital sur les marchés remise en circulation. Cette transformation rend possible l'hégémonie financière, dans la mesure où elle assure les conditions de la possibilité de la sanction actionnariale.

Pour que les dirigeants soient sensibles aux variations de prix, il faut en effet que le capital soit déverrouillé et qu'il puisse largement circuler. C'est ce que permet la libéralisation du régime de contrôle du capital. Lorsque les protections mutuelles

²⁰ Cette partie reprend les arguments de Frédéric Lordon présentés lors du débat.

sont neutralisées ou anéanties, la vulnérabilité et par conséquent l'état de subordination des équipes dirigeantes peuvent être organisés.

Le déverrouillage auquel peut conduire la Directive peut être décisif dans la transition vers un certain modèle économique. Son parachèvement serait ainsi le produit de décisions politiques. Une logique non coopérative de destruction mutuelle est d'ailleurs inscrite dans la notion même de conditions de concurrence (*level playing field*). Chacun se bat pour préserver son avantage juridique concurrentiel et, le cas échéant, pour détruire celui des autres. La théorie des jeux montre que cette situation aboutit à l'équilibre de Cournot-Nash, c'est-à-dire à un équilibre sous-optimal dans lequel tout le monde est perdant et tous les avantages comparatifs sont annihilés.

La limitation de l'expression politique dans l'entreprise

Dans les articles 9 et 11, les arguments de principe de la Commission apparaissent avec plus de force. L'article 9 dispose que l'assemblée générale est l'instance en dernière analyse de toute légitimité. Selon l'article 11, la nouvelle configuration du capitalisme devrait ressembler à une démocratie actionnariale²¹. Son principe est le suivant : une action, une voix.

La logique qui prévaut derrière ces arguments est celle du point de vue de l'actionnaire, qui fonde sa puissance sur des propriétés de forte cohérence. Le discours tactique est alors risqué. Il valide en effet les prémisses de cette logique. Une fois que ses prémisses sont admises, les conséquences en découlent irrésistiblement. Les limites de la critique interne apparaissent donc aussitôt, c'est-à-dire dans la discussion qui subit la logique de son contradicteur. Il faut soutenir une critique externe et opposer à cette logique une autre logique, aux principes qui y président d'autres principes. Dans ce dessein, il faut revenir à quelques questions simples : quels sont les résultats concrets du pilotage actionnarial ? Quelles sont les propriétés de stabilité micro et macro-économiques d'un régime d'accumulation dominé par les

²¹ Voir Dunlavy (2003) au sujet de la démocratie puis de la ploutocratie actionnariales dans la première moitié du XIX^e aux États-Unis. Longtemps, la propension des actionnaires à influencer la gestion de l'entreprise n'a pas été proportionnelle à leur investissement.

formes institutionnelles de la finance de marché ? Les articles 9 et 11 de la Directive posent la question des instances souveraines de l'entreprise, de leur composition, et au sein de ces instances, de la répartition de la capacité politique. La Directive estime qu'il faut avoir la plus grande méfiance dans la qualité de la représentation des intérêts des actionnaires par le conseil d'administration, et que, au contraire, l'assemblée générale est l'instance-source de légitimité. Il faut se donner les moyens de s'opposer à cette logique actionnariale, c'est-à-dire de contester que l'entreprise soit systématiquement saisie sous la perspective exclusive des droits de propriété. En d'autres termes, il faut mesurer ce point de vue par rapport à d'autres principes de légitimité, et si besoin est, les mettre en conflit. Il s'agit en fait de se donner une tout autre conception de l'entreprise, non plus comme société des actionnaires, mais comme communauté productive. L'idée est très ancienne.

Dans un marché où les titres sont parfaitement négociables, il n'est pas légitime de revendiquer à la fois la liquidité et la pleine capacité politique. Cette capacité politique, c'est-à-dire la participation à la souveraineté, le droit d'avoir voix au chapitre, ne se mesure pas à la participation patrimoniale. Il se mesure à l'intensité de l'engagement des parties prenantes. Ce degré d'engagement, critère de légitimité, est un degré d'investissement, dans le sens général de l'investissement personnel dans une activité. L'investissement actionnarial, soit la forme financière de l'investissement dans un univers de marché où les titres sont d'une parfaite liquidité, est un degré faible d'engagement. C'est le lien le plus ténu que l'on puisse entretenir avec une entreprise, car il est le plus réversible. Statistiquement, c'est le moins durable. Le point de vue de l'actionnaire revendique curieusement pour ce lien la plus grande capacité politique. Il y a là une contradiction.

Les salariés sont pour la plupart autrement investis dans leur entreprise que des actionnaires. Certains dirigeants sont, eux aussi, plus investis dans l'entreprise : leurs accomplissements prennent forme sur le long terme. Tous ces acteurs, investis dans l'entreprise sous une forme non financière, sont engagés avec une intensité, des enjeux et une durée qui sont sans commune mesure avec la participation patrimoniale liquide. C'est la hiérarchie de ces engagements qui devrait déterminer la distribution de la capacité politique dans l'entreprise. Si la politique consiste dans

les relations que les hommes nouent entre eux, il est alors vain pour l'entreprise de s'obstiner dans la dénégation de sa part politique. Elle n'y échappe pas. Orientée vers des objectifs, certes, économiques, l'entreprise reste une communauté pour partie politique, dans la mesure où elle est une communauté d'hommes qui unissent leurs efforts et, partiellement, leurs destins. Cette unité contradictoire et traversée de conflits est un thème politique qui doit être débattu.

Si l'entreprise est une communauté politique, c'est parce qu'elle est organisée autour d'une chose commune. Écrire « une chose publique » (une *res publica*) serait excessif. L'entreprise est une communauté aux limites et aux finalités plus étroites. Il s'agirait alors d'une chose commune : une *res communa*. Si l'entreprise n'est donc pas une république, elle est néanmoins une « ré-commune ». Dans un cas comme dans l'autre, la philosophie politique se pose la question des bonnes institutions et admet généralement que la démocratie est une forme souhaitable de la république. La démocratie est ainsi une forme souhaitable de la « récommune ». Encore convient-il de préciser de quelle forme il s'agit. L'argument précédent sur la distribution de la capacité politique peut être ainsi résumé dans la formule suivante : la « récommune » entrepreneuriale ne peut pas être une ploutocratie actionnariale.

La diversité que l'on observe parmi les économies développées ne serait que le reflet de l'inadaptation de la plupart d'entre elles au modèle optimal du moment. Que les économies ne soient pas tenues d'adopter le modèle unique (dans les années quatre-vingt, le Japon, dans les années quatre-vingt-dix, les États-Unis) ne signifie pas pour autant que tout est permis. Si on part du principe que les institutions jouent un rôle dans l'économie non pas isolées les unes des autres, mais articulées entre elles, on peut concevoir les « modèles nationaux » comme une combinaison particulière d'institutions complémentaires. La complémentarité traduit le fait que chaque arrangement institutionnel dans un domaine est renforcé dans son existence ou son fonctionnement par d'autres arrangements institutionnels dans d'autres domaines.

Sous certaines conditions, un marché du travail où les négociations permettent des compromis stables peut ainsi favoriser l'acquisition d'un haut niveau de formation pour la main-d'œuvre, alors que l'investissement physique sera facilité

par l'existence de relations étroites entre les banques et les entreprises. Dans ces conditions, l'existence de relations durables et de proximité entre entreprises et banques permet la mise en œuvre de projets d'investissement de long terme et facilite en retour l'établissement de compromis stables sur le marché du travail. A l'inverse, un marché du travail flexible qui facilite la mobilité du personnel est complémentaire avec un système financier qui assure la réversibilité des engagements et la liquidité des investissements. Le champ des complémentarités possibles est étendu aux domaines de l'innovation, de l'éducation, du système de formation professionnelle, etc. (Amable, Barré et Boyer 1997). En conséquence, seuls certains des « modèles nationaux » concevables peuvent exister, car la plupart combinent des formes d'institutions non complémentaires voire antagoniques.

La hiérarchie entre les institutions peut se comprendre de deux façons. La première concerne la conception même des arrangements institutionnels : l'idée de hiérarchie s'impose lorsqu'une institution particulière prend en compte dans sa conception les contraintes et incitations associées à une autre institution. Cette définition peut se révéler difficile à utiliser si les interactions croisées entre différents arrangements institutionnels, rendent ambiguës la lecture des différentes contraintes que les institutions font peser les unes sur les autres.

Une deuxième définition se révèle plus opératoire : la transformation d'un arrangement institutionnel particulier (transformation des systèmes financiers, modification des formes de la concurrence...) peut piloter la transformation des autres arrangements en remettant en cause les complémentarités constitutives d'une configuration institutionnelle donnée et en imposant ainsi des transformations à l'ensemble des institutions. L'opposition entre le modèle unique et les variétés nationales permet de repérer historiquement des tendances à l'homogénéisation comme des tendances inverses, et cette articulation crée la dynamique des économies capitalistes. La diversité est viable si elle permet l'obtention de taux de croissance comparables sinon égaux d'un pays à l'autre alors que la configuration du modèle unique ne serait guère stable, ne serait-ce que pour de simples raisons d'avantage comparatif.

L'Union européenne bénéficie de la diversité de ses économies. L'entretien des variétés de capitalisme en Europe encourage la concurrence et renforce leur caractère complémentaire, qui concerne en premier lieu les régimes de production. Les complémentarités sont aussi structurelles : les mêmes règles peuvent avoir des impacts différents d'un pays à l'autre, et, en particulier, d'une structure de propriété à l'autre²².

Conclusion

Les offres publiques d'acquisition s'inscrivent dans la logique d'un capitalisme dont le moteur est la dynamique des marchés financiers. Les micro-économistes laissent ainsi la parole aux économistes des institutions pour calibrer le changement que peut impliquer la Directive. L'économie historique rappelle de son côté que la déréglementation financière est le produit cumulé de décisions politiques que le vote de La Directive peut parachever, et non l'aboutissement de mécanismes endogènes au marché.

L'approche financière de la Directive propose quant à elle une lecture monolithique de l'entreprise. Plusieurs de ces articles s'inspirent en effet du rapport qui a suivi le rejet de la Directive en 2001 (Winter, 2002), selon lequel la société surplombe juridiquement l'entreprise. Cette vision est en contradiction avec la littérature théorique qui enseigne que la variété des formes du capitalisme correspond à une variété des formes de l'entreprise. Pour organiser les relations entre les dirigeants, les salariés, les sous-traitants, les consommateurs et les collectivités locales, un nombre infini de formes d'entreprises est en effet imaginable. On peut ainsi suivre l'incroyable multiplicité des formes à l'œuvre dans les pays en forte croissance, ou dans certaines zones en voie d'industrialisation, où les droits de propriété restent flous.

²²Voir (Berglöf et Burkart, 2003: 175f, 205).

Si la grande taille des entreprises est le secret de leur réussite, alors les Européens ont perdu en efficacité en amendant cette Directive. Inversement, si la taille n'a pas d'importance, la promulgation de la Directive est mauvaise, car elle ne permettra pas d'éviter de détruire du capital comme l'a fait la « nouvelle économie » des années 1990. L'histoire des quatre vagues de grandes fusions-acquisitions des États-Unis montre qu'elles n'ont entraîné qu'une très grande liquidité. L'optionnalité des articles 9 et 11 rend de toute façon difficile tout pronostic sur l'activité des offres publiques qui seront désormais soumises à cette réglementation. Il est donc impossible de dire si la Directive encouragera ou non la prédation et l'accroissement de la taille des entreprises. Pourquoi avoir aplani le terrain de jeux et homogénéisé les règles de la concurrence ? Un pays qui ne disposerait pas du mécanisme des O.P.A. aurait encore à sa guise toute une série de réglementations, lesquelles peuvent avoir des propriétés de longue période. Elles ne se jugent pas sur la valeur instantanée d'un marché liquide mais sur des transformations économiques robustes. Si les O.P.A. s'avéraient inefficaces, la préservation de la diversité permettrait d'assurer non seulement la performance mais aussi la réaction aux changements de l'économie mondiale.

Une analyse de l'économie suédoise qui se concentre sur les paramètres du déplacement du capital au prorata des résultats financiers mène d'ailleurs à deux conclusions contradictoires. Elle démontre que l'économie peut croître très rapidement, si tous les « canards boiteux » disparaissent lorsque l'on déplace instantanément le capital financier. Si le moindre aléa survient, alors cette économie s'effondre. Inversement, dans l'hypothèse d'un mouvement modéré du capital, l'économie présente une magnifique propriété de stabilité du taux de croissance. Pourquoi dès lors adopter une loi en régime permanent ? Si les actionnaires, à travers la liquidité, ont le pouvoir de former le cours de l'action, ils ont alors à déterminer la capacité d'endettement. Les entrepreneurs sont donc déjà sous le feu des actionnaires. On voudrait en plus leur donner le droit d'orienter les décisions stratégiques, alors qu'ils ne s'engagent qu'à court terme.

La critique de la Directive sous-entend donc d'abord celle de la conception de l'entreprise à partir de la seule propriété de ses actionnaires. Les rapports sociaux

dans les entreprises ont pour chaque partie prenante des configurations que l'histoire a façonnées. Leur analyse commence par l'étude des différentes formes de capitalismes, notamment dans leurs possibles complémentarités. La grande stabilité de l'organisation du capitalisme ne vient précisément pas d'un mode d'organisation unique, mais de la diversité de ses déclinaisons qui, selon l'évolution sociale et économique, se partagent différemment le marché. Les promoteurs des O.P.A. imaginent que si l'on est proche de l'optimum, le risque est nul. Cette proximité indique au contraire l'immanence de la crise. Seules les banques d'affaires exercent dans ces situations une activité sans risque. La logique financière qui structure la Directive confond en fait le court terme et le long terme. En réveillant les gestionnaires assoupis, elle croit contribuer à améliorer l'efficacité de l'entreprise par des licenciements et des gains statiques. C'est pourtant avant tout le progrès technique et la recherche d'une meilleure gestion qui permettent les gains de productivité. Le capital financier n'a pas la patience nécessaire pour orienter le long changement technique qui permet d'améliorer les performances. En longue période, les modèles de gestion d'entreprise qui consacrent les ressources adéquates à l'amélioration des qualifications et des équipements des salariés et des chercheurs, aboutissent à des résultats incomparablement supérieurs à celui de la valeur actionnariale.

Annexe

Chronologie du projet de directive

1974

Rapport de la Commission européenne sur « les offres de prise de contrôle et autres offres publiques d'achat ou d'échange » (Comm. Doc. XI/56/74).

1977

Recommandation de la Commission sur les transactions en actions (ABI EC du 22 VII 1977, No. L 212/37).

1985

Livre blanc sur l'achèvement du marché intérieur, dans lequel la Commission exprime son intention d'élaborer une Directive harmonisant les juridictions des États-membres en matière d'O.P.A.

1988

Janvier: Une offre publique hostile est lancée par Cérus pour prendre 30% du capital de la Société Générale de Belgique. L'échec de cette offre doit beaucoup à l'émission immédiate de nouvelles actions par la Société.

21 décembre : adoption par la Commission de la proposition de « treizième Directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat ou d'échange ».

1989

19 janvier : la Commission présente une première proposition détaillée au Conseil.

28 septembre : le Comité économique et social donne son avis.

1990

17 janvier : le Parlement européen donne son avis en première lecture.

10 septembre : la Commission adopte la proposition amendée.

8 octobre : transmission au Parlement de la proposition modifiée.

1991

8 avril : la proposition rencontre l'opposition de nombreux États-membres au sein du Conseil européen. Certains la trouvent trop détaillée, d'autres inutile. L'obtention d'une majorité qualifiée paraît difficile. La Commission abandonne la proposition (Dauner Lieb, 2002, # 2471 : 1-2).

1992

Décembre : dans une déclaration sur la subsidiarité au Conseil européen à Édimbourg, la Commission annonce qu'elle va revoir sa proposition.

1993

10 novembre : changement de base juridique pour la Commission.

1994

Décembre : au Conseil européen d'Essen, la Commission réaffirme son intention de relancer la proposition. Une consultation est organisée auprès des États-membres au moyen d'un questionnaire identifiant les thèmes qu'il faudrait inclure dans une proposition révisée (High Level Group of Company Law Experts, 2002, # 2271).

1996

8 février : retrait par la Commission de l'ancienne proposition de Directive et transmission au Conseil de la nouvelle proposition de « treizième Directive du Parlement européen et du conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition ».

1997

26 juin : le Parlement européen rend son avis en première lecture et propose vingt amendements.

10 novembre : la Commission présente une nouvelle proposition dont les modifications concernent l'introduction des droits des salariés à l'information dans le cas d'une offre et l'interdiction de l'autorisation de mesures défensives préalable à l'offre. Toute autorisation de mesures défensives par l'assemblée générale des actionnaires devra être accordée pendant la période d'acceptation de l'offre (Commission, 1997, # 2486).

1999

1 mai : changement de base juridique par la Commission.

21 juin : le Conseil du Marché intérieur donne un accord politique sur la Directive, à l'exception de la question concernant l'autorité compétente sur les O.P.A. à Gibraltar. Le Conseil demande à l'Espagne

et au Royaume-Uni de régler ce point dans des négociations séparées (Commission, 1999, # 2487).
Principaux changements dans l'avant-projet de Directive :

- tous les États-membres doivent faire adopter la règle de l'offre obligatoire (dans la précédente version, un État-membre pouvait être dispensé d'adopter la règle, si sa législation nationale prévoyait « des moyens au moins équivalents » pour la protection des actionnaires minoritaires).

- introduction de la règle de neutralité : le conseil d'administration d'une société-cible n'a pas le droit de prendre des mesures défensives durant la période d'offre, sauf autorisation préalable d'une assemblée générale des actionnaires convoquée à cette fin spécifique.

- concession aux opposants à cette règle de neutralité : le conseil d'administration d'une société-cible a le droit d'augmenter son capital en action durant la période d'acceptation de l'offre si l'assemblée générale des actionnaires a approuvé l'augmentation de capital moins de dix-huit mois avant l'offre (European Report, 1999, # 2480).

7 décembre : le Conseil du Marché intérieur examine un rapport d'étape des délégations espagnoles et anglaises sur l'avancement des négociations concernant Gibraltar dans le cadre de l'avant-projet de la XIIIe Directive (European Report, 1999, # 2480).

23 décembre : Vodaphone lance officiellement son offre publique d'achat sur la société allemande Mannesmann (voir l'analyse approfondie de l'impact de cette O.P.A. proposée par M. Höpner, 2001).

2000

19 juin : un accord est trouvé sur la question de Gibraltar. Le Conseil adopte une position commune.

13 décembre : deuxième lecture de la Directive au Parlement européen, qui révèle des désaccords importants entre le Parlement et le Conseil. Principales critiques du Parlement :

- la proposition ne traite pas des droits de décote et de vente ;

le principe de neutralité du conseil d'administration n'est pas acceptable ;

- le prix équitable en cas d'offre obligatoire est mal défini ;
- les mesures de protection des salariés dans la société-cible sont insuffisantes (Dauner Lieb, 2002, # 247 1 :2).

2001

28 avril : l'Allemagne retire son soutien à la position commune (Hargreaves, 2001, # 274).

6 juin : fin de la procédure de conciliation avec l'adoption d'un texte de compromis adopté par le Comité de Conciliation. Les principales nouveautés de la proposition de compromis sont :

- introduction de l'Article 15, donnant quatre ans aux États membres pour transposer la législation en loi nationale, avec la possibilité d'une année supplémentaire pour appliquer l'Article 9 (règle de neutralité).

- en réponse à la nécessité d'une meilleure consultation des salariés, le texte de compromis exige que le conseil d'administration de la société-cible rende public un document exposant son avis sur l'offre, y compris son avis sur les effets probables d'un rachat et les possibles délocalisations d'emploi et de production. Les employés devront aussi être informés des intentions de l'acheteur concernant la poursuite de l'activité de la société-cible (European Report, 2001, # 2473).

4 juillet : le texte de compromis est rejeté en session plénière du Parlement européen. Trois points principaux justifient le rejet ; la Directive ne parvient pas à créer des conditions de concurrence équitables au sein de l'Union européenne, car elle exclut certains modes de défense tandis qu'elle en autorise d'autres. La protection accordée aux salariés est insuffisante. La proposition ne parvient pas à définir des conditions de concurrence qui ne défavorisent pas les pays de l'Union face aux États-Unis.

Septembre : le Commissaire Frederik Bolkestein crée un Haut Comité d'experts en droit des sociétés pour examiner les objections avancées par le Parlement européen.

2002

10 janvier : le Haut Comité rend son rapport (European Report, 2002, # 2639).

26 juin : Bolkestein retarde la présentation d'un avant-projet, originairement prévu en avril, puis le 2 juillet, et enfin après les élections législatives de septembre en Allemagne (Guerrera, 2002 # 2465 ; Handelsblatt, 2002, # 2466).

2 octobre : la Commission soumet une nouvelle proposition de Directive (voir: http://euro.p.a.eu.int/eurllex/en/com/pdf/2002/com_2002_0534en01.pdf). Les principaux changements par rapport à la proposition de 2001 comprennent :

- une procédure de décote et de vente ;
- une définition du prix équitable à payer dans le cas d'une offre obligatoire ;
- de nouvelles règles tendant à instituer une équité des conditions de concurrence :
 - un certain nombre de sociétés listées sont tenues de dévoiler dans leur rapport annuel les structures de leur capital et de leur contrôle, ainsi que leurs mesures de défense. Celles qui sont défensives doivent être examinées par l'assemblée générale des actionnaires au moins tous les deux ans.

- aucune restriction sur le transfert de titres dans les articles d'association et d'accords contractuels n'est opposable à la société qui fait l'offre pendant la période autorisée pour son

acceptation. Toute restriction sur les droits de vote cesse d'avoir effet quand l'assemblée de la société-cible décide de prendre des mesures défensives. L'offrant a le droit de réunir une assemblée générale après une offre réussie et voter selon la loi normale des sociétés, sans être gêné par les propriétaires ou par les restrictions de vote résultant des articles de l'association. En outre, des droits spéciaux des actionnaires pour nommer ou révoquer des membres du conseil d'administration cessent d'avoir effet lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre ;

- une clause de révision est proposée. La Commission peut, si nécessaire, proposer la révision de mesures concernant les conditions de concurrence cinq ans après l'entrée en œuvre de la Directive ;

- clarification des droits des salariés : la Directive proposée ne prévoit pas de nouveaux droits à l'information ou à la consultation pour les salariés. Elle mentionne cependant explicitement la nécessité d'appliquer les diverses mesures prévues par la Communauté dans ce domaine (Commission des Communautés européennes 2002, # 2468).

2003

28 Janvier : séance publique au Parlement européen (voir: <http://www2.euro.p.a.rl.eu.int/omk/sipade2?PUBREF=//EP//TEXT+PRESS+NR200301301+0+DOC+XML+VO+//EN&LEVEL=2&NAV=S>).

2 février : le Royaume-Uni et l'Allemagne parviennent à un accord sur la Directive concernant les O.P.A. En échange du soutien britannique dans la recherche de « conditions de concurrence équitables », l'Allemagne promet d'appuyer les efforts du Royaume-Uni pour infléchir le projet de Directive sur le travail temporaire (voir Guerrero, 2003, # 2462 ; European Report, 2003, # 2463).

12 février : Klaus-Heiner Lehne, l'un des deux rapporteurs du projet au Parlement, rencontre Bolkestein pour discuter d'une proposition prévoyant qu'à partir de 2010, les droits de vote multiples seraient neutralisés une fois qu'une société serait l'objet d'une offre d'achat. Lehne propose également de mettre dans le champ du projet de Directive les actions privilégiées sans droit de vote, les certificats d'actions et les actions non-gouvernementales à droits spéciaux.

3 mars : selon le Conseil de la Concurrence, « aucune nouveauté significative n'a été présentée durant le débat, mais le Conseil charge le Comité des Représentants Permanents des États-membres à l'Union européenne (COREPER) de travailler en priorité à un compromis » (European report, 2003, # 2461).

6 mars : la Grande-Bretagne lance des propositions concernant la règle de l'offre obligatoire et les procédures d'amendement : « La Directive spécifie que, dans le cas d'une offre obligatoire, l'investisseur peut choisir d'offrir des titres plutôt que de l'argent ; le Royaume-Uni n'est pas satisfait

de cette mesure, étant donné qu'elle n'assure pas suffisamment la protection des actionnaires minoritaires. Le Royaume-Uni recommande l'ajout d'une nouvelle clause, qui permettrait à chacun des États-membres de spécifier qu'une offre doit comporter une partie en argent. Le Royaume-Uni souhaite également limiter l'utilisation de la procédure de comité, afin que les règles ne puissent pas être amendée au niveau des experts une fois qu'elles ont été approuvées conjointement par le Conseil et le Parlement européens. Plus précisément, le Royaume-Uni veut connaître la nature exacte de l'information qu'il faudrait inclure dans tout futur document d'offre d'acquisition, afin de l'exposer dans le corps de la Directive, plutôt que de le soumettre à des amendements par la procédure de comité, comme il est recommandé dans la proposition originale de la Commission, » (European Report, 2003, # 2470).

12 mars : les diplomates de l'Union européenne discutent de la proposition de Lehne de renforcer les pouvoirs des gouvernements pour bloquer les O.P.A. lancées par des sociétés extérieures à l'Union (voir <http://www.euro.p.a.rl.eu.int/meetdocs/committees/juri/20030324/488037>). « Le projet de proposition indique que le nouveau code ne concerne pas les droits des gouvernements à refuser le transfert de contrôle d'une entreprise sous leur juridiction à une entreprise qui tombe sous la juridiction d'un pays extérieur à l'Union européenne. La Commission européenne se préoccupe de la validité juridique de la clause. Elle insiste pour la mettre en annexe plutôt que dans le texte de la Directive. Néanmoins, un certain nombre de gouvernements européens conduits par l'Allemagne, font remarquer que le code peut défavoriser les sociétés européennes et provoquer une vague de rachat de la part de leurs concurrentes nord-américaines. Ils avancent que le nouveau code obligerait les sociétés européennes à démanteler nombre de mécanismes de défense et de pilules empoisonnées, qui sont largement utilisées aux États-Unis ».

23 mars : Christopher Huhne, rapporteur du comité des affaires économiques et monétaires du Parlement, suggère de poursuivre les modifications du compromis proposé par Lehne pour éviter l'impasse concernant les droits de vote multiples. « Selon Huhne, une option consisterait à accorder une période de transition beaucoup plus longue, au-delà de 2010, pour le retrait progressif des droits. Une autre possibilité consisterait à préserver les droits mais interdirait aux entreprises d'en émettre de nouveaux une fois que la prise de contrôle entrerait en vigueur. [...] Ces deux options pourraient atténuer les changements proposés par Lehne, qui voudraient que les sociétés aient jusqu'à 2010 pour changer leur structure d'actionariat et les adapter aux nouvelles règles. En concession, Lehne propose que certains types de droits de vote, comme le double vote français, continuent à être autorisés. Bien que ce soit un recul par rapport à l'interdiction totale des droits de vote multiples, Huhne craignait que cela soit encore inacceptable pour certains pays et fasse avorter la Directive » (Blum, 2003, # 2613).

3 avril : Lehne déclare qu'un accord sur la Directive mi-2003, sous la présidence de la Grèce, est « de plus en plus irréaliste ». La querelle sur les droits de vote multiples repousse les échéances (DPA, 2003, # 2613).

11 avril : Lehne indique que le Parlement européen est prêt à allonger la période de transition pour les droits de vote multiples ou même à accepter une certaine protection de droits existants pour apaiser les pays nordiques. La Suède veut cette protection jusqu'à 2020. En nombre de voix, les pays nordiques pourraient être mis en minorité au Conseil des Ministres. Les efforts pour l'éviter semblent provenir en partie des soucis concernant le référendum de la Suède sur l'introduction de l'euro (FAZ, 2003, # 2614).

15 avril : la Finlande propose un compromis. Les droits de vote multiples continueront à exister mais leur influence sera réduite à un seul vote quand il s'agira de voter pour bloquer un rachat (Palser, 2003, # 2616 ; Börsenzeitung, 2003, # 2618).

16 avril : le compromis finnois est rejeté après d'intenses négociations. L'Allemagne insiste sur l'abolition des droits de vote double français. À Bruxelles, certaines voix accusent le gouvernement allemand d'afficher des exigences qui condamnent a priori la Directive (FAZ, 2003, # 2619). L'Allemagne propose l'introduction d'une clause de réciprocité afin de protéger les sociétés européennes d'offres provenant de sociétés, des États-Unis notamment, qui bénéficient de défenses anti-rachat, que la Directive vise à rendre illégales dans l'Union. Les opposants à cette réciprocité assurent qu'une telle clause violerait les accords de l'O.M.C. (SZ, 2003, # 2617).

14 mai : avis du Comité économique et social européen. Une majorité d'États-membres pourrait adopter une version minimale de la Directive, sans les Articles 9 et 11 (Palser, 2003a, # 2630 ; DPA-AFX, 2003, # 2633).

16 mai : Bolkestein menace de mettre son veto à une version édulcorée de la Directive qui ne contiendrait pas les Articles 9 et 11. L'unanimité du Conseil des Ministres est néanmoins nécessaire pour annuler le veto du Commissaire (Dombey, 2003, # 2631 ; European Report, 2003, # 2624).

19 mai : cinq pays dont l'Espagne, l'Italie, la France et l'Irlande s'expriment contre la version minimale de la Directive (Hagelüken, 2003, # 2632). Le Portugal propose à son tour un compromis, dans lequel les sociétés seraient libres de choisir d'appliquer ou non les articles 9 et 11 (European Report, 2003, # 2624 ; Plender, 2003, # 2635 ; FAZ, 2003, # 2621).

25 juin : selon les fonctionnaires de l'Union européenne un accord sur la Directive est improbable avant l'automne 2003. « Lors d'une réunion de travail le 20 juin, les lignes de division entre les États-

membres ont été soulignées par la première demande explicite de l'Allemagne de supprimer les Articles 9 et 11, qui visent à limiter l'utilisation de certaines mesures défensives servant à écarter les offres hostiles. Les États-membres sont bloqués car il n'y a pas de majorité qualifiée en faveur de la proposition originale de la Commission, qui comporte ces dispositions, ni en faveur de la solution de compromis avancée par le Portugal qui donnerait aux sociétés le choix d'appliquer ou non ces articles. On ne trouve pas non plus l'unanimité nécessaire pour frayer un passage dans la législation malgré l'opposition de la Commission. » (European Report, 2003, # 2636). Durant l'été, le projet de Directive est retiré de l'agenda de la réunion du Conseil du 22 septembre.

20 Novembre : le comité des affaires économiques et monétaires du Parlement propose 33 amendements. Parmi ceux-ci, l'amendement 5 laisse le choix à chaque pays d'adopter ou non l'article 9 et l'article 11. Dans le cas où un pays décide de ne pas adopter ces articles, une entreprise est libre de s'y conformer. Selon la règle de réciprocité, les états-membres doivent laisser aux entreprises la possibilité de ne pas les respecter si elles sont attaquées par des entreprises dont les protections ressortent des principes de ces deux articles.

27 Novembre : le conseil de compétitivité accepte le compromis comprenant les 33 amendements présentés par la présidence italienne ; le comité juridique rejette les trois amendements d'Ieke van den Burg.

16 Décembre : vote de la directive après la première lecture.

Bibliographie

- Bebchuk L. et O.D. Hart (2002), « A threat to dual-class shares. The recommendation of the breakthrough rule fails to recognize its broader implications », *Financial Times*, 31 mai.
- Bebchuk L. (1994), « Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control », *Quarterly Journal of Economics*, 109 (4): 957-993.
- Beffa J.-L. (2002), « Gouvernance d'entreprise ou régime de gestion ? Les grandes entreprises de l'Europe continentale au fondement de la citoyenneté industrielle », *Revue d'économie politique*, été.
- Bennedson M. et K. Nielsen (2002), The impact of a break-through rule on European firms. manuscript, Copenhagen Business School, <http://www.ecgi.org/takeovers/documents/european/bf020904.pdf>.
- Berglöf E. et M. Burkart (2003), « European Takeover Regulation », *Economic Policy*, 18 (1): 171-213.
- Betts P. (2003), « Directive to fall at last hurdle », *Financial Times*, 28 avril.
- Blair M. (1995), *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*.
- Börsenzeitung* (2003), « Heftiger Widerstand bei EU-Übernehmerichtlinie; Frankreich will Doppelstimmrechte nicht aufgeben », 17 avril, 7.
- Callaghan H. (2003), *Battle of systems or multi-level game?*, miméo MPFGF.
- Cioffi J. (2000), « Governing Globalization? The State, Law and Structural Change in Corporate Governance », *Journal of Law and Society*, vol. 27.
- Commission of the European Communities (1997), « Company law: amended proposal for a Directive on takeover bids », European Commission press release, 20 novembre.
- Commission of the European Communities (1999), « Internal Market Council close to agreement on proposed Takeovers Directive », European Commission press release.
- Commission of the European Communities (2002), « Proposal for a Directive on Takeover Bids: Frequently Asked Questions », RAPID press release, 2 octobre.
- Dauner-Lieb B. et M. Lamandini (2002), *The new proposal of a Directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field*, Report Commissioned by the Committee on Legal Affairs and the Internal Market of the European Parliament, décembre.

- Deakin S., R. Hobbs, D. Nash et G. Slinger (2002), *Implicit Contracts, Takeovers, and Corporate Governance: In the Shadow of the City Code*, ESRC Centre for Business Research, Cambridge University, Working Paper No.254.
- Deakin S. et G. Slinger (1997), « Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Society*, 24 (1):124-151.
- DPA (2003), « Firmen-Übernahmegesetz droht weitere Zeitverzögerung », 3 avril.
- Dunlavy C. (1998), « Corporate Governance in Late XIXth-Century Europe and the U.S.: The Case of Shareholder Voting Rights », dans K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch et S. Prigge (éds), *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Clarendon Press.
- Dunlavy C. (2003), « From Citizens to Plutocrats: XIXth Century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation », dans D. Sicilia et K. Lipartito (éds), *Crossing Corporate Boundaries*, Oxford U.P.
- Edlin A. et J. Stiglitz (1995), « Discouraging Rivals: Managerial Rent Seeking and Economic Inefficiencies », *American Economic Review*, 85 (5):1301-1312.
- European Report (1999), *Company Law: New takeover bid agreement hinges on Gibraltar deal*, No. 2548, 11 décembre.
- European Report (2001), *Company law: eleventh hour deal on the takeover Directive clinched*, No. 2599.
- European Report (2003a), *Company Law: Germany waos UK's support in fight against takeover code*, No. 2748.
- European Report (2003b), *Company Law: Ministers still divided over takeover Directive*, European Report No. 2756.
- European Report (2003c), *Company Law: UK submits recommendations on takeover Directive to Council*, No. 2758, 12 mars.
- European Report (2003d), *Ministers still split on takeover Directive*, No. 2778, May 21.
- FAZ(2003), « Übernahmeregeln hängen fest », *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 17 juin, 12.
- Guerrera F. et B. Jennen (2003), « UK in deal with Germany over takeover code », *Financial Times*, 3 février, (lundi), 10.
- Guerrera F. et H. Williamson (2001), « Brussels split on takeover code plans », *Financial Times*, 3 octobre, 9.
- Guerrera F. (2003), « Brussels' takeover code plans may hamper bids by US companies », *Financial Times*, 12 mars, 10.

- Hargreaves D. (2001), « Germany backs out of EU corporate takeover accord », *Financial Times*, 1 mai.
- Hay D. et D. Morris (1991), *Industrial Economics and Organization: Theory and Evidence*, Oxford University Press.
- High Level Group of Company Law Experts (2002), *Report on Issues Related to Takeover Bids*. Brussels: European Commission.
- Höpner M. (2003), *Wer beherrscht die Unternehmen?*, Campus.
- Höpner M. et G. Jackson (2001), *An Emerging Market for Corporate Control? The Case of Mannesmann and Its Significance for the Institutional Change of German Corporate Governance*, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung.
- IRRC (2004), http://www.irrc.org/company/01212004_Takeover.html.
- Jensen M.C. (1988), « Takeovers : Their Causes and Consequences », *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), pp. 21-48.
- Knöber C.R. (1986), « Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers », *The American Economic Review*, 76 (1):155-167.
- Lordon F. (2000), *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Raisons d'agir Éditions, Paris.
- Marris Robin (1963), « A Model of the 'Managerial' Enterprise », *Quarterly Journal of Economics*, 77, pp. 185-209.
- Mayer C. (2001), « Régime de gestion et activités des entreprises : les transformations en Europe », dans J.-P. Touffut (éd.), *Institutions et croissance : les chances d'un modèle économique européen*, Albin Michel.
- Nathan K. and T. O'Keefe (1989), « The Rise in Takeover Premiums: An Exploratory Study », *Journal of Financial Economics*, 23 (1), pp. 101-120.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, O. Jacob.
- Palser R. (2003a), *EU Takeover Legislation Faces Renewed Opposition*, World Markets Analysis, 12 juin.
- Palser R. (2003b), *Finland Tables Compromise for Embattled EU Takeover Directive*, World Markets Analysis, 15 avril.
- Paolini M. (2003), « Droits de vote doubles sous pression », *La Tribune*, 5 mars.
- Ravenscraft D. et F. Scherer (1987), « Life after Takeover », *Journal of Industrial Economics*, volume 36.
- Rebérioux A. (2003), « Les marchés financiers et la participation des salariés aux décisions », *Travail et emploi*, n°93, janvier, pp.23-41.

- Scharfstein D. (1988), « The Disciplinary Role of Takeovers », *Review of Economic Studies*, 55 (2):185-199.
- Schmidt K. (1997), « Managerial Incentives and Product Market Competition », *Review of Economic Studies*, 64 (2):191-213.
- Stein J.C. (1988), « Takeover Threats and Managerial Myopia », *The Journal of Political Economy*, 96 (1):61-80.
- Tiberghien, Y. (2003), « EU Mediation of Global Finance vs National Corporate-Labor Coalitions: The Mighty Battle over the Takeover Directive, 1989-2003 », *Proceedings of the Annual Meeting of the American Political Science Association (APSA)*, 28-31 août, Philadelphia.
- Touffut, J.-P. (éd.), *Institutions et croissance : les chances d'un modèle économique européen*, Albin Michel.
- Travlos N. (1987), « Corporate takeover bids, method of payment and bidding firms stock returns », *Journal of Finance*, 943-963.
- Vilalonga B. (2000), *Diversification discount or premium?*, miméo, UCLA.
- Weisbach M. (1993), « Corporate governance and hostile takeovers », *Journal of Accounting and economics*, vol. 16, #1.
- Windolf P. (1994), « Die neuen Eigentümer, eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle », *Zeitschrift für Soziologie*, 23.
- Winter J. et al. (2002), *Rapport final du groupe d'experts de haut niveau en matière de droit des sociétés*, Commission européenne, novembre.