

L'expérience allemande : les raisons de l'absence d'OPA

Thierry WALRAFEN

Conseiller financier à l'ambassade de France à Bonn

François JONCHÈRE

Attaché financier à l'ambassade de France à Bonn

Les entreprises allemandes ont été, jusqu'à présent, préservées des OPA. Certes, l'instrument n'est pas inconnu en Allemagne, quoique d'un usage peu fréquent ; il est surtout utilisé pour faciliter des restructurations de capital, notamment entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Mais l'OPA agressive ou inamicale, qui vise à prendre le contrôle d'une entreprise, au besoin contre la volonté de ses dirigeants, n'est pas entrée dans les mœurs ; le système financier allemand préfère d'autres modes de régulation.

147

Il est significatif, à cet égard, que les pouvoirs publics n'aient pas jugé utile de prendre une législation ou une réglementation particulière sur le sujet. Le droit allemand ignore largement l'OPA : il n'existe guère qu'un code de bonne conduite établi par une commission d'experts auprès du ministère des finances, dont les recommandations non contraignantes sont dépourvues de toute force juridique. Ces dispositions visent à assurer la transparence de l'information et l'égalité de traitement des actionnaires.

Les raisons de cette situation sont nombreuses et complexes. Mais l'explication essentielle tient sans doute à l'importance de l'intermédiation bancaire, qui fait écran entre le marché financier et les entreprises. À des titres et des degrés divers, ce phénomène rend compte des obstacles structurels qui s'opposent au développement des OPA : forme juridique des entreprises, mode de contrôle du capital, pratiques des restructurations industrielles hors marché. À ces facteurs s'ajoute une surveillance particulièrement vigilante des concentrations d'entreprises.

UN NOMBRE LIMITÉ D'ENTREPRISES COTÉES

- La forme juridique de la société anonyme est très peu répandue en Allemagne. Il n'en existait en tout et pour tout que 2 190 en 1986. Quatre-vingt-dix pour cent des entreprises allemandes sont constituées en sociétés de personnes. Parmi les sociétés de capitaux, le modèle dominant est celui de la SARL, forme juridique que retiennent la quasi-totalité des entreprises moyennes, et même de très grandes entreprises comme Bosch ou Krupp. Ce choix s'explique précisément par le souci de conserver le contrôle du capital.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

- En 1986, 467 sociétés étaient cotées sur une bourse allemande. De très grandes firmes n'ont été introduites en bourse que récemment : Porsche et Nixdorf en 1984, par exemple. Bon nombre d'entreprises, moyennes ou grandes, continuent en effet de se tenir à l'écart de la bourse : on estime que la valeur « bilancielle » des sociétés anonymes non cotées est du même ordre de grandeur que celle des sociétés cotées. Cette attitude s'explique par la volonté de conserver un caractère familial à l'actionnariat, la réticence à publier les informations nécessaires pour l'admission à la cote, la lourdeur et le coût des procédures, parfois les réserves des banques. Il est vrai aussi que la bonne rentabilité de nombreuses entreprises allemandes, et l'importance de leur autofinancement, leur permettent encore de se dispenser de faire appel à la bourse.

Malgré les nombreuses introductions en bourse de ces dernières années, et l'institution d'un second marché, le marché des actions n'est pas encore à la mesure de la puissance de l'économie allemande.

DES ENTREPRISES BIEN PROTÉGÉES

- L'actionnariat stable — défini ici comme la part des actionnaires détenant une participation supérieure à 25 % — est évalué à 50 % du capital des sociétés cotées. Comme les très grandes firmes ont généralement un actionnariat très dispersé, il en résulte que le capital des entreprises moyennes — celles qui sont peut-être les plus susceptibles d'attirer les OPA — est particulièrement bien contrôlé. Deux catégories d'investisseurs dominent cet actionnariat stable : les groupes familiaux et les banques. La première banque allemande, la Deutsche Bank, est ainsi, avec 28 % du capital, le principal actionnaire du plus grand groupe industriel du pays, Daimler Benz. Sur ce marché d'institutionnels, les particuliers n'occupent qu'une place limitée : ils détiendraient seulement 15 % des actions (pour leur part, les étrangers en possèderaient 27 %). Moins d'un ménage sur 10 est actionnaire ; et encore, un tiers de ceux-là ne détiennent que des actions acquises au titre de l'intéressement des salariés.

- Dans les cas où elle existe, la dispersion de l'actionnariat contribue paradoxalement à renforcer l'influence des banques. Celles-ci peuvent en effet représenter les actionnaires dont elles ont les titres en dépôt. Avant toute assemblée, la banque informe l'actionnaire des projets de résolution et de ses propres propositions de vote. Elle ne pourra voter en son nom qu'après établissement d'une procuration, dont la validité ne peut excéder quinze mois. Dans la pratique, les petits porteurs se font volontiers représenter par leur banque, qui peut faire valoir leurs intérêts indépendamment, en principe, de la direction de l'entreprise.

- Afin de conserver le contrôle de leur capital, les entreprises allemandes recourent volontiers à l'émission d'actions de préférence, sans droit de vote. Ces titres représentent 4 % de la capitalisation boursière des actions ; ce chiffre est peu élevé, mais significatif : l'instrument n'a en effet d'intérêt que pour les entreprises qui souhaitent protéger leur actionnariat. De grandes firmes, récemment introduites en bourse, comme Henkel ou Nixdorf, ne font coter que leurs actions de préférence ; les actions ordinaires restent dans le patrimoine des familles.

- Les entreprises dont l'actionnariat est dispersé peuvent se prémunir par des clauses statutaires de limitation des droits de vote : quel que soit le nombre d'actions qu'il détient, un actionnaire ne peut faire valoir ses droits de vote que dans la limite d'une fraction du capital social (5 à 10 % généralement). Seize sociétés cotées sont dans ce cas, parmi lesquelles la Deutsche Bank, VEBA, Bayer et BASF.

• Le droit des sociétés allemand assure aux organes dirigeants une certaine autonomie par rapport aux actionnaires. La structure à conseil de surveillance et directoire est ici de droit. Les membres de l'une et l'autre de ces instances exercent un mandat qui leur est confié pour une période déterminée. Les membres du conseil de surveillance sont élus par l'assemblée générale et ne peuvent être démis de leurs fonctions qu'à la majorité des trois quarts (sauf disposition statutaire contraire). Les membres du directoire sont nommés par le conseil de surveillance. Ils ne peuvent être révoqués, en cours de mandat, que pour des raisons graves, limitativement énumérées par la loi (manquement grossier aux devoirs de la charge, incapacité, motion de défiance votée par l'assemblée générale, à condition que cette motion soit objectivement fondée). Les entreprises de plus de 2000 salariés sont placées sous le régime de la cogestion : le conseil de surveillance associe paritairement représentants des actionnaires et des salariés (dont au moins un cadre supérieur). On conçoit que, dans ces conditions, il soit difficile à un nouvel actionnaire de prendre le contrôle effectif d'une entreprise contre l'avis de ses dirigeants et de son personnel.

LE CONTRÔLE DES CONCENTRATIONS

Les rapprochements d'entreprises sont soumis au contrôle de l'Office des cartels, qui peut les interdire ou les soumettre à des conditions restrictives, afin d'empêcher la création ou l'aggravation d'une position dominante. Le rachat de plus de 25 % des actions d'une entreprise par une autre est considéré comme une concentration. L'opération doit être signalée à l'Office des cartels, dès lors que les entreprises concernées, ensemble ou séparément :

- détiennent plus de 20 % d'un secteur du marché ;
- emploient plus de 10000 salariés ou réalisent un chiffre d'affaires supérieur à 500 millions de DM.

Lorsque le chiffre d'affaires d'au moins deux entreprises intéressées est supérieur à 1 milliard de DM, une notification préalable du projet de concentration est obligatoire.

L'Office des cartels est une institution respectée et redoutée, très présente dans la vie des affaires. Ce sont les conditions qu'il a mises à l'opération qui ont, par exemple, empêché Thomson de racheter Grundig en 1983.

UN MODE ORIGINAL DE RÉGULATION

L'absence d'OPA ne signifie pas que le paysage industriel allemand soit figé. Les restructurations d'entreprises n'y sont pas moins fréquentes, ni moins vigoureuses qu'ailleurs. Mais elles s'opèrent par d'autres voies, hors marché, selon des procédures dans lesquelles les banques jouent un rôle dominant.

• Les banques sont en effet le pivot du système. Elles détiennent des participations industrielles importantes et accroissent leur influence par la collecte de procurations. Elles sont donc très fortement représentées dans les organes de contrôle des grandes firmes : sur les dix plus grandes entreprises allemandes, sept comptent un représentant de la Deutsche Bank à leur conseil de surveillance. Mais ce dispositif ne peut être réduit à un rapport de domination des banques sur l'industrie. Il s'agit plutôt d'une imbrication, faite de liaisons multiples entre banques et grandes entreprises : dirigeants des unes et des autres sont en rapport d'affaires et se côtoient

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

dans les conseils de surveillance et les comités consultatifs. Des réseaux de relations et d'alliance se créent, sans qu'il y ait nécessairement échange de participations. Cette structure de pouvoir produit une élite homogène, souvent cooptée, de dirigeants de grandes entreprises, qui se connaissent tous et peuvent régler leurs affaires entre eux, sur un mode plus consensuel que conflictuel.

- Mais cette connivence ne conduit pas pour autant à l'immobilisme. Lorsque des restructurations sont nécessaires ou que des reclassements de capital s'imposent, les banques conçoivent et exécutent de profondes réorganisations, qui modifient en profondeur le paysage industriel allemand.

C'est ainsi que la Deutsche Bank a transformé sa quasi-filiale, le constructeur automobile Daimler Benz, en un groupe industriel diversifié, devenu le premier du pays, par le rachat successif du motoriste MTU, de l'entreprise d'aéronautique Dornier, du constructeur électrique AEG. Ces transactions se font généralement hors bourse, par le rachat de blocs de contrôle, pratique qui permet la concentration du capital des sociétés en cause. Pour accompagner la mutation de Daimler Benz, la Deutsche Bank a procédé aux remaniements nécessaires au sein même du directoire de l'entreprise. De même, lorsqu'en 1985 la famille Flick décide de se séparer de son empire industriel, la Deutsche Bank le rachète en bloc, le restructure et le vend par appartements, réalisant dans l'opération un bénéfice évalué à 1,5 milliards de DM au moins.

L'industrie allemande fonctionne dans le cadre d'un système de financement, où, pour grossir le trait, les banques remplacent le marché. Les aspects positifs de pratiques agressives comme les OPA, instruments de restructurations nécessaires, sont ici mal perçus, parce que l'économie dispose d'autres modes de régulation, qui ont démontré leur efficacité. On émet donc un jugement très négatif sur ces procédures d'appel direct au marché, dont on ne retient guère que les motivations spéculatives et les effets destructeurs. L'appréciation sans complaisance qu'on porte sur ce qu'on nomme les excès de Wall Street est significative de cet état d'esprit.

Les milieux financiers allemands sont donc profondément hostiles aux OPA, non seulement parce qu'elles les gêneraient dans leurs intérêts et les dérangerait dans leurs habitudes, mais surtout parce que ces pratiques heurtent leur conception d'une économie ordonnée et d'un marché organisé. Au moins autant que les obstacles techniques, ces réticences expliquent les raisons de l'absence d'OPA en Allemagne. Les équilibres actuels, qui permettent de s'en passer et de les éviter, sont solides, cohérents et bien acceptés. Il n'est pas dit qu'ils soient éternels. □