

LES ENTREPRISES ALLEMANDES SONT-ELLES À L'ABRI DES ACQUISITIONS HOSTILES ?

JACQUES LIOUVILLE,

MAÎTRE DE CONFÉRENCES À L'UNIVERSITÉ DE NANCY II

Jusqu'en 1985, l'activité de fusions-acquisitions était dominée au plan mondial par les entreprises situées aux Etats-Unis. Depuis lors, les entreprises européennes ont été à l'origine d'une vague d'acquisitions. Une conséquence de cette recrudescence des opérations de croissance externe en Europe est que dès 1987, le nombre de fusions à mettre au crédit des sociétés de la CEE a excédé celui enregistré aux Etats-Unis.

Mais comme dans ce pays, l'explosion des fusions-acquisitions en Europe a donné lieu à une masse d'opérations « inamicales », c'est-à-dire qu'elles sont engagées contre la volonté du management de l'entreprise ciblée. Bien que dans la CEE des voix s'élèvent pour dénoncer cette pratique, l'intensité de la réprobation est cependant variable d'un pays à l'autre.

Ainsi, les dirigeants allemands sont peu inquiétés par les acquisitions hostiles, dans la mesure où malgré le vaste vivier de cibles potentielles, seulement une dizaine de grandes entreprises allemandes ont été impliquées dans une opération inamicale au cours de la décennie 1980.

Cela signifie-t-il que les entreprises allemandes sont des forteresses imprenables ?

Si une réponse affirmative a pu être donnée historiquement à cette question, un renversement de tendance est en train de s'amorcer. En effet, des obstacles traditionnels à la prise de contrôle des entreprises allemandes sont en train d'être levés, si bien que des opérations impensables il y a encore quelques années viennent de réussir récemment.

Ces coups audacieux devraient faire école, et encourager les entreprises prenant l'option de restructurer leur portefeuille d'activités par la voie de la croissance externe, à prendre pour cible des sociétés allemandes.

L'objectif de cet article est donc de faire le point sur le dispositif anti-prise de contrôle en vigueur en Allemagne. Cela doit notamment conduire à mettre l'accent sur les évolutions les plus récentes de ce dispositif, et à montrer que dans l'ensemble, les modifications en cours allègent la protection contre les *raiders*.

*Les facteurs stimulant le lancement
d'une prise de contrôle hostile*

La préparation au marché unique européen

Le renforcement de l'intégration économique européenne à partir de 1993 va entraîner une intensification de la concurrence, aussi bien pour les entreprises se battant par les coûts, que pour celles poursuivant une stratégie de différenciation (*cf. Willenbockel*).

Par exemple, la taille du marché unique implique que dans beaucoup de secteurs, des économies d'échelle sont à réaliser par les entreprises européennes voulant soutenir la concurrence des géants américains et japonais. Cela incite donc les entreprises européennes à se restructurer et à entreprendre des regroupements. Bien que les préparatifs à l'Europe de 1993 aient déjà commencé depuis plusieurs années, selon les experts le mouvement de restructuration engendré par le marché unique devrait se poursuivre au moins jusqu'en 1995 (*cf. Droege et alii*).

Par conséquent, les entreprises domestiques ou étrangères ne peuvent que convoiter des cibles en Allemagne. En effet, les candidats à la concentration ou à la restructuration trouvent en Allemagne une pépinière d'entreprises spécialisées, dont l'acquisition est susceptible d'aider à atteindre une taille critique, ou à accéder à un savoir-faire et une image de marque légendaire.

L'hypothèse de l'intérêt croissant d'une fusion avec une société allemande est confirmée par le fait que le phénomène des acquisitions est en plein essor en Allemagne. Ainsi, alors que le nombre des fusions a déjà presque doublé dans ce pays entre 1974 et 1984 (294 fusions en 1974, contre 575 en 1984), il a été multiplié par un facteur proche de trois entre 1984 et 1990 : 1548 fusions enregistrées par la Bundeskartellamt (*cf. Bericht 1989/90 - p. 125*).

L'ouverture des frontières dans la CEE et la levée des barrières non tarifaires (*cf. E. Dichtl - 1990*), se traduisant par exemple par l'introduction d'un système de normes européennes, ou la libéralisation des marchés publics, poussent par ailleurs les entreprises à accentuer leur implantation à travers la CEE (*cf. J. Liouville — 1991*).

Celles n'ayant pas encore une forte présence en Allemagne peuvent donc chercher à y acheter des parts de marchés. Cela est d'autant plus vrai que la réunification allemande renforce l'attrait de ce marché, qui est aussi perçu pour beaucoup d'entreprises étrangères comme une tête de pont pour aller vers les pays de l'Est (*cf. Audretsch et Wayland. Voir également le dossier de Handelsblatt de juillet 1991*).

Bien que les raisons de vouloir racheter une entreprise allemande ne manquent pas, il est néanmoins établi que les sociétés germaniques se sentent peut attirées par des alliés européens. Elles ont au contraire une préférence

pour les partenaires japonais ou américains (*cf. Urban et Vendemini*). Il en résulte que les entreprises européennes voulant mener d'urgence une opération de croissance externe en Allemagne ne peuvent que difficilement escompter réussir rapidement une prise de contrôle amicale, car il faut d'abord établir une relation de confiance avec la cible, ce qui ne peut se faire que sur la durée. Cette difficulté de trouver une entreprise allemande intéressante à acheter se confirme quand on songe qu'il n'y a qu'un rapport de 1/10 (*cf. Prot, de Rosen*), entre le nombre d'entreprises prêtes à perdre leur autonomie et le nombre d'acquéreurs potentiels¹.

En dehors de leur intérêt stratégique, les entreprises allemandes peuvent également attirer les spéculateurs pour au moins deux raisons. Un premier facteur de spéculation est lié au fait que les entreprises allemandes disposent en général de réserves supérieures à celles observées dans les autres pays industrialisés. Cela est dû en partie au système de financement des retraites en Allemagne, qui permet aux sociétés allemandes de constituer des provisions pour retraites. Il résulte donc du régime fiscal et comptable allemand que les entreprises domestiques bénéficient d'une situation de trésorerie nettement meilleure que celle de leurs concurrents (*cf. W. Händel*), ainsi que l'exprime le graphique 1.

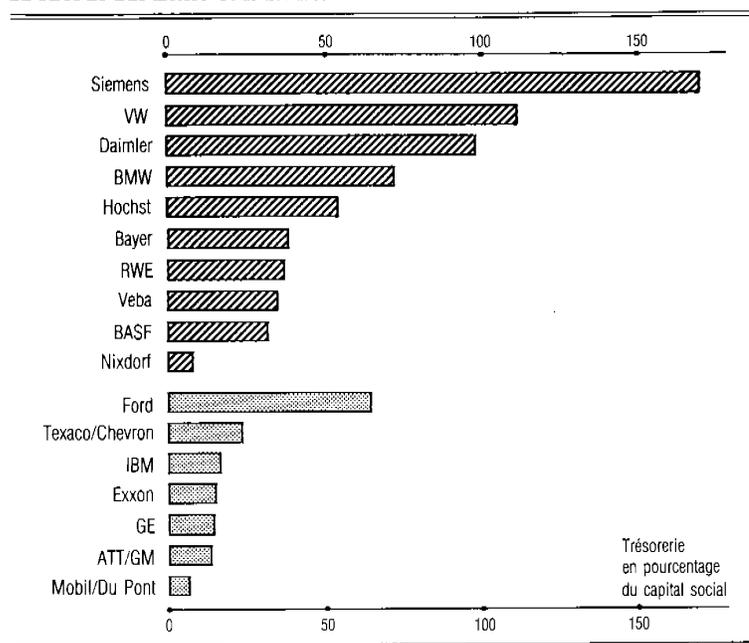
Des investissements de prestige ne paient pas

Les groupes allemands diversifiés qui ne secrètent plus de bénéfices ne manquent pas. Comme cela a déjà été mentionné, cette situation est prioritairement due au fait que les managers ne peuvent pas avoir une compétence universelle. Par conséquent, lorsqu'une entreprise sort de son métier d'origine, souvent dans le simple intérêt des dirigeants (prestige, baisse du risque...) sa gestion devient plus hasardeuse et l'effet sur les bénéfices ne tarde pas à se faire sentir. Ainsi, la thèse de J. Liouville a permis de montrer que dans la mécanique allemande, les entreprises poursuivant une stratégie de diversification non reliée par le biais de la croissance externe sont celles qui affichent en général les taux de rentabilité les plus faibles. Mais il n'y a pas que dans la mécanique allemande que des entreprises diversifiées sont en difficulté. Ainsi, la première entreprise d'Allemagne, VEBA, et d'autres fleurons de l'industrie allemande, comme Bosch, sont actuellement sur la sellette (*cf. Manager Magazin — n° 7/91 et n° 8/91*).

La logique du « soldeur » est donc une menace réelle pour de tels groupes,

¹ Ce rapport vaut pour l'ouest du pays et non pas pour l'Allemagne orientale. Mais il est clair que dans l'ex-RDA le nombre d'entreprises intéressantes au plan stratégique est limité. Chaque achat est alors salué comme une performance du vendeur (Treuhänd Gesellschaft) par la presse : exemple des espoirs soulevés par le simple projet de H. Geneen (ex-directeur d'ITT) de fonder un groupe mécanique à partir de 14 établissements de l'ex-RDA. *Cf. Manager Magazin - Août 1991.*

Graphique 1

COMPARAISON DE LA LIQUIDITÉ DES GRANDES ENTREPRISES
DE RFA ET DES ETATS-UNIS EN 1988

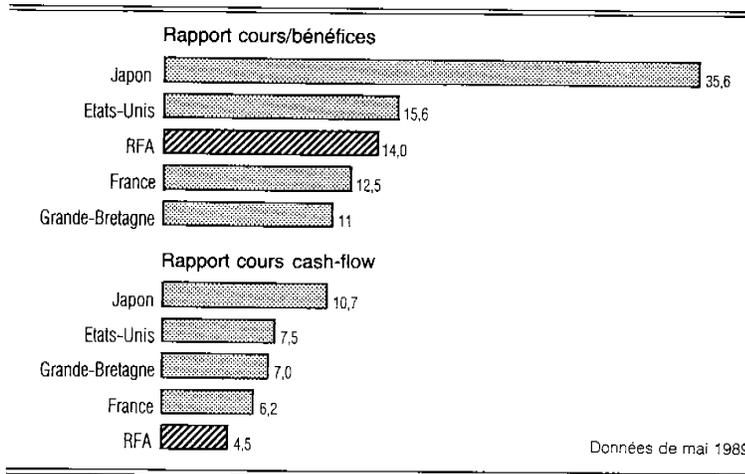
Source : W. Händel, 1991

guettés par les « requins » des fusions. En effet, il est rare que la valeur des titres ne se réduise pas parallèlement à la chute des bénéfices, alors que la nécessité des concentrations implique que les repreneurs potentiels de morceaux de ces groupes ne manquent pas. Ceci constitue donc une seconde incitation de nature spéculative à entreprendre des acquisitions hostiles en Allemagne. Il faut en plus reconnaître que l'attrait d'une prise de contrôle spéculative en Allemagne est d'autant plus forte, que la capitalisation des entreprises allemandes est plutôt faible relativement à celle des concurrents étrangers (voir graphique 2).

En résumé, la conjoncture actuelle renforce l'attractivité des entreprises allemandes, autant pour les dirigeants poursuivant une stratégie de croissance externe, que pour les spéculateurs, ce que confirme le nombre croissant d'acquisitions enregistrées en Allemagne. Cependant, dans ce pays, les acquisitions se sont déroulées jusqu'à présent sans heurts, ce qui

Graphique 2

COMPARAISON ENTRE LES INDICATEURS BOURSIERS DES SOCIÉTÉS ALLEMANDES ET CEUX DE LA CONCURRENCE INTERNATIONALE



Source : Nolte et Leber, 1990

67

s'explique notamment par l'existence de différentes barrières aux fusions inamicales. Mais, peu à peu, ces barrières se lèvent, ce qui augmente la probabilité que l'Allemagne soit gagnée, comme les Etats-Unis, par une vague d'opérations hostiles, surtout que le nombre de demandeurs (acquéreurs) excède celui des offreurs.

L'objet de la seconde partie est donc de faire le point sur l'évolution récente en Allemagne des obstacles aux regroupements, ceux-ci pouvant être classés en trois catégories : juridiques et institutionnels ; liés aux structures du marché financier ; socio-culturels.

OBSTACLES AUX FUSIONS HOSTILES EN ALLEMAGNE

L'entreprise soucieuse de se protéger contre une acquisition hostile peut explorer deux voies. Elle a soit la possibilité de tenter de bloquer l'accès à la majorité de ses titres, soit rendre prohibitif leur coût d'achat, minorant ainsi l'attrait de la société pour ceux susceptibles de la convoiter.

Les statuts de l'entreprise peuvent être adaptés en ce sens, mais les degrés de libertés sont cependant tributaires des dispositions légales et en particulier du droit des sociétés. Parmi les mesures de prévention dont

l'inscription est autorisée dans les statuts des sociétés allemandes, on compte les clauses touchant au droit de vote ; la clause d'agrément, relative à la cession des actions.

*Analyse des protections offertes
par le Droit des sociétés*

La prise de contrôle est rendue difficile quand tous les titres de la cible n'ont pas les mêmes droits en matière de vote. En Allemagne les droits de vote multiple sont en principe interdits, dans la mesure où ils s'opposent à un traitement identique de tous les actionnaires, prescrit par la loi sur les sociétés : § 53a. Cependant, des dérogations ont été accordées dans le passé (Siemens, RWE...), en faisant appel au principe de l'intérêt général, visant à éviter l'envahissement du secteur productif allemand par des capitaux étrangers. Mais la portée de cet argument se réduit actuellement. D'une part l'environnement s'internationalise de plus en plus (marché unique), et les entreprises allemandes ne sont pas les dernières à tenter des actions hostiles à l'étranger. D'autre part, il serait paradoxal d'avancer la clause de l'envahissement, alors que dans le même temps l'Allemagne cherche à attirer les investisseurs étrangers dans la partie orientale du pays (cf. *Bundeskartellamt* — 1991).

68

Le paradoxe des titres sans droit de vote

L'interdiction du droit de vote multiple peut être contrée par l'émission d'actions préférentielles sans droit de vote (*stimmrechtsloser Vorzugaktien*). Cette mesure validée par la loi sur les sociétés par actions (§ 12 - Abs. 1) connaît une vogue relative en Allemagne. En 1987, 74 sociétés anonymes allemandes (dont 33 cotées) y avaient recours (cf. *Bühner — Schäffer Verlag*), contre 29 en 1980 (dont 5 cotées). Mais cette mode peut être freinée par le fait que l'émission d'actions sans droit de vote est contraire au § 53a de la loi sur les sociétés, surtout que ces actions peuvent donner droit au versement d'un dividende préférentiel. De plus, dans les sociétés dont tous les titres sont inscrits en Bourse, des actions sans droit de vote constituent plutôt une menace. En effet, un assaillant peut parvenir à contrôler 100 % des droits de vote, sans avoir acquis la totalité du capital. En outre, il s'agit d'une arme à double tranchant, car le droit de vote des actions préférentielles renaît, après une seconde absence de distribution de dividendes (§ 140 - Abs. 2 de la loi sur les sociétés par actions). Il est alors à craindre que les actionnaires préférentiels déçus (en raison de l'absence de dividendes) rejoignent le camp d'un assaillant (cf. le cas *ADV/ORGA F.A. Meyer A.G. survenu en 1989* — in : *Bühner — Schäffer Verlag* — p. 188).

La crainte des *raiders* a entraîné récemment en Allemagne une vague de limitation des droits de vote attachés aux actions. Le seuil de limitation des droits de vote par actionnaire est généralement fixé à 5 % ou 10 % (*pour une liste de sociétés ayant recours à cette pratique, cf. Prot, De Rosen — p. 153 et Bühner — Schäffer Verlag — p. 190*).

Cette mesure vise en principe à éviter qu'un attaquant acquiert la majorité du capital, ce risque étant d'autant plus élevé que le capital est dispersé. C'est ainsi qu'en 1988 les dirigeants du groupe pharmaceutique Schering sont restés impassibles lorsque ICM Pharmaceuticals Inc., Costa Mensa, annonça son intention d'acquérir 25 % du groupe de Berlin.

En effet, dès 1973 la société Schering AG a introduit dans ses statuts une clause limitant le droit de vote d'un seul actionnaire à un paquet de 12 millions de DM, soit 4,2 % des titres à droit de vote². Mais la limitation des droits de vote n'offre également qu'une protection douteuse, comme la prise de contrôle récente de Hoesch par Krupp permet de le démontrer. Si dans ce cas la limitation était peu restrictive (15 %), des taux inférieurs ne constituent pas une barrière plus efficace. En effet, il suffit par exemple que plusieurs actionnaires forment un consortium, ou qu'un paquet de titres soit réparti entre plusieurs mandataires, pour que le contrôle de la cible devienne possible. Par conséquent, il apparaît que la limitation des droits de vote n'est pas une entrave incontournable à la prise de contrôle hostile en Allemagne³.

69

Pour se protéger contre des cessions indésirables, les sociétés allemandes ont la possibilité d'émettre des actions nominatives incessibles sans l'accord des dirigeants (*Vinkulierung*). Mais, dans la pratique, cette mesure est peu utilisée. En effet, de par son insertion dans les statuts, la clause s'impose à tous les actionnaires. De ce fait, une insertion postérieure à la création de la société ne peut avoir lieu qu'avec l'assentiment de tous les actionnaires. De plus, un contournement de la clause n'est pas toujours aisé à contrôler et à prouver (pratique du mandat, de la procuration, entente...). Par conséquent, ce mode de défense ne devrait pas gagner en importance en Allemagne au cours des prochaines années.

Un régime dérogatoire ignoré

Selon les pays, la législation peut offrir d'autres moyens de défense aux entreprises. Ainsi, le rachat de ses propres actions est autorisé aux Etats-Unis. En détenant ses propres actions, la société réduit le nombre de

² En fait, en 1988, le plus gros actionnaire de Schering détenait 6 % du capital souscrit.

³ Une preuve en est que Krupp a pu réunir plus de 50 % des titres de Hoesch, en les parquant en partie auprès de banques suisses « amies ». De même, les frères Flicks avaient réussi à rassembler 40 % des titres de Feldmühle en 1988. Ce paquet d'actions a ensuite été cédé à Veba en 1989 et rétrocédé au groupe suédois Stora en 1990.

titres en circulation. L'offre est ainsi limitée, ce qui réduit le risque d'une prise de contrôle hostile, tout en influençant positivement les cours des actions. En Allemagne, la loi sur les sociétés par actions interdit le rachat de ses propres titres, mais des dérogations à ce principe sont cependant prévues, permettant à une société de racheter jusqu'à 10 % de ses actions (*cf. Coenenberg*), et ceci contrairement à ce que croient des auteurs mal informés (*cf. Nolte, Leber*). Les sanctions pécuniaires en cas de non respect de ce principe ne sont pas très sévères (amende maximale de 50 000 DM). Cependant, un rachat frauduleux peut être dangereux, car si l'infraction est décelée par un *raider*, il pourra engager une action visant à obtenir la revente des titres avant la prochaine assemblée générale, à défaut de quoi son influence relative sera renforcée.

En revanche, le Droit allemand admet les participations croisées, qui assurent un résultat similaire à celui de la détention de ses propres titres. Mais une limite de 50 % est fixée à chaque participation, et à condition que la réciprocité n'entraîne pas la création d'un rapport de dépendance. Sous cette condition, il est possible de détenir en fait jusqu'à 25 % ($0,5 \times 0,5$) de son propre capital social. Cependant, une relation d'interdépendance n'empêche pas fondamentalement une attaque, et il est notable que le législateur allemand n'envisage pas de renforcer les textes relatifs à l'achat de ses propres titres et aux participations croisées (*cf. Bühner — Schäffer Verlag*). En effet, le législateur considère que ce n'est pas un signe de dynamisme que d'affecter des fonds en principe disponibles pour l'investissement, au rachat de ses propres titres.

Dans la panoplie du dispositif anti-prise de contrôle figure l'augmentation de capital. À côté d'autres, cette mesure vise à créer un effet dissuasif en jouant sur la dimension financière de l'entreprise, donc sur le prix à payer pour prendre le pouvoir.

Lorsqu'une menace se précise, il est possible d'envisager une augmentation de capital, afin de renchérir le coût de l'acquisition et donc de décourager l'assaillant. Mais si cela ne doit pas être le cas, il faut aussi éviter que les titres nouvellement émis ne tombent entre les mains du *raider*. Un moyen d'y parvenir est de réserver les nouvelles actions aux détenteurs d'un droit de souscription. Aux États-Unis, ce mode de défense contre les OPA hostiles est largement employé. Il a également défrayé la chronique en Europe, quand la Société Générale de Belgique s'est ainsi défendue contre l'assaut de Carlo de Benedetti.

En Allemagne, il est possible de réserver une nouvelle émission aux détenteurs d'un droit de souscription. Mais le recours à cette mesure pour se défendre contre une tentative de prise de contrôle n'est en principe pas autorisé (*cf. Nolte, Leber*). Pour être légale, la préférence donnée à certains acheteurs devrait avoir pour conséquence que les titres soient négociés à un

cours supérieur à celui enregistré. Mais les investisseurs qui détiennent les droits de souscription ne sont en principe pas prêts à accepter cette règle du jeu. Au contraire, ils attendent un prix plus avantageux que le coût officiel. Mais une discrimination s'exerçant ainsi envers les petits actionnaires, cela exclut l'autorisation d'une telle mesure. Il est à noter que le principe régissant les options d'achat est le même.

En ce qui concerne les options d'achat, il faut savoir par ailleurs que la probité des dirigeants allemands n'est pas toujours celle que l'on croit. En cas de dégradation récente de la situation de l'entreprise, les amis peuvent lâcher la société et refuser d'exercer une option risquant de leur causer des problèmes par la suite.

Finalement, bien que la position du législateur dans ce domaine date de la décennie 1960, aucun changement dans la ligne directrice n'est envisageable actuellement.

Les garanties consenties aux personnes n'empêchent pas un coup de force

Le système légal de direction à deux niveaux des sociétés par actions (directoire + conseil de surveillance) est perçu comme un frein à la prise de contrôle hostile. Cette opinion repose sur le fait que les membres du conseil de surveillance sont élus pour quatre ans, et ceux du directoire pour cinq ans, par le conseil de surveillance. En pratique, cette organisation instaure une inamovibilité de la direction.

71

En effet, pour mettre fin aux fonctions des représentants des actionnaires au conseil de surveillance⁴, il faut recueillir les voix de 3/4 des actionnaires (minimum statuaire). Quant aux représentants des salariés, ils ne peuvent pas être révoqués par les actionnaires. L'initiative de leur éviction revient aux salariés. Dans les entreprises de moins de 2 000 salariés, l'initiative peut être prise par le conseil d'entreprise, ou un cinquième des salariés ayant le droit de vote, la décision devant résulter d'une majorité fixée aux 3/4 des voix des votants, ou des voix exprimées, ce qui est fonction du mode d'élection.

Quant aux membres du directoire, ils ne sont révocables qu'en raison d'un motif grave : dépassement des prérogatives, incapacité...⁵ Mais cette quasi immunité des dirigeants ne peut pas empêcher une prise de contrôle. Elle peut au plus freiner les ardeurs des *raiders*, dans la mesure où le régime de direction allemand retarde le plein exercice du pouvoir du *raider*. Cela est particulièrement vrai dans les sociétés qui échelonnent le renouvellement des dirigeants, ce qui est parfaitement légal. Mais cet obstacle peut également

⁴ En Allemagne, dans les entreprises ayant de 500 à 2 000 salariés, la loi impose une représentation élue des salariés, à hauteur du tiers des membres du conseil de surveillance. Dans les entreprises comptant plus de 2 000 salariés, une partie de représentation entre les représentants du capital et du travail est instaurée : régime de la codécision (Mitbestimmung).

⁵ Il est notable qu'un régime particulier de révocation des différents membres de la direction existe pour le secteur minier. A ce propos, cf. Bühner - Schäffer Verlag - p. 199-201.

être contourné, en persuadant les dirigeants d'abandonner leurs fonctions en échange d'une indemnité compensatrice. Aux Etats-Unis il est commun que le management en place prévoit de larges indemnités pour son départ anticipé (« *Golden Parachutes* »).

En Allemagne, cette pratique est autorisée dans certaines limites, la somme prévue ne devant pas avoir pour but d'effrayer les éventuels acquéreurs, ce qui revient en fait à interdire les « *Golden Parachutes* ». De tels émoluments reviennent en principe aux membres du directoire, le conseil de surveillance ayant la responsabilité de fixer leur montant. Il est intéressant de noter que le conseil de surveillance est habilité à réduire les compensations, si la situation de l'entreprise se dégrade fortement.

Il est donc clair que contrairement à l'avis de certains auteurs (cf. *Prot, De Rosen*), la co-décision n'élimine pas le risque d'un coup de force. Il est même envisageable que dans des entreprises abordant difficilement le cap de 1993, soit plus d'un tiers des sociétés allemandes selon le cabinet Droege (voir le tableau suivant), les salariés accueillent favorablement un acquéreur susceptible de mieux défendre leur intérêt dans le nouvel environnement concurrentiel.

Par ailleurs, un attaquant qui parvient à rentrer dans la place peut tenter une action en justice, pour obtenir une modification de la direction, une telle demande n'étant pas illégale⁶. L'attaquant dans cette posture peut en outre convoquer une assemblée extraordinaire⁷ pour démettre de ses fonctions la direction actuelle⁸.

Tableau 2

QUALITÉ DE LA PRÉPARATION DES ENTREPRISES ALLEMANDES
AU MARCHÉ UNIQUE

	Volonté de croissance	
	OUI	NON
Bonne	20 %	44 %
Mauvaise	11 %	25 %

Source : enquête du cabinet Droege (op. cit.) à laquelle plus de 1 200 entreprises ont répondu⁹.

⁶ Une telle action a par exemple été introduite par le groupe IWKA, quand il a acquis en 1989, 43 % de l'entreprise familiale Bopp & Reuther. Mais les événements s'étant précipités ensuite, IWKA n'a pas eu besoin de poursuivre son action.

⁷ Possible quand la demande émane d'actionnaires représentant au moins 5 % du capital.

⁸ Cette manœuvre a été tentée également par IWKA, non sans succès, comme l'exposé ultérieur de cas permettra de le constater.

⁹ Pour un résumé de cette enquête, cf. Liouville - *Analyses de la SEDEIS* - 1991.

*Les parades liées à l'intervention
des pouvoirs publics*

En Allemagne, la régulation de l'activité par les Pouvoirs publics se fait fortement sentir dans les secteurs suivants : défense, aéronautique, banque, assurances, énergie, télécommunications et transport. Dans ces secteurs, les sociétés de droit public (Bundespost ou Bundesbahn par exemple) échappent à l'éventualité d'une prise de contrôle non souhaitée. Cet obstacle devrait cependant être levé au moins en partie dans les années à venir, car en raison des énormes besoins financiers suscités par la réunification, la politique de privatisation engagée à partir de 1983 est en train de connaître un vif regain d'intérêt. Par exemple, on parle de plus en plus en Allemagne de privatiser la Poste et les Télécommunications, ainsi que la Bundesbahn. La privatisation de cette société a par ailleurs déjà partiellement commencé, la Bundesbahn étant en train de céder ses compagnies de lignes routières (*cf. Liouville — rapports au Ministère de l'Industrie de 1991*).

Dans les entreprises qui ne sont pas des sociétés de droit public, mais où l'État s'est assuré une participation majoritaire (Lufthansa par exemple), la prise de contrôle est également impossible. Dans le secteur bancaire, l'entrée des actionnaires étrangers à l'activité est étroitement contrôlée. Dans les autres secteurs réglementés, l'État se réserve un droit de veto, mais il n'est pas exercé systématiquement, comme le prouve la prise de contrôle du producteur d'équipements de télécommunications SEL (Stuttgart) par Alcatel. Par contre, les experts estiment que l'État serait opposé à une prise de contrôle non sollicitée dans le secteur de l'énergie.

73

Par conséquent, une entreprise qui se sent menacée par une prise de contrôle inamicale peut tenter de s'engager dans un secteur réglementé, afin de rendre son acquisition plus problématique. Mais le mouvement de dérégulation évoqué au préalable implique que le poids de cette protection doit se réduire dans le futur.

En fonction de sa forme, la réglementation boursière peut favoriser l'attaque ou la défense. En Allemagne cette réglementation est peu étendue. D'abord, les OPA ne sont pas soumises à une loi spécifique. Il existe bien un principe directeur, mais il a seulement le caractère d'une recommandation. De même, le seuil légal de déclaration de participation au capital d'une entreprise, qui est un signal d'alarme, est fixé à 25 % en Allemagne. Par conséquent, quand une société a son capital disséminé dans le public, elle peut être contrôlée sans que ce seuil soit atteint. En tout état de cause, une telle mesure n'est pas une véritable protection contre une action hostile. Mais cette alerte crée les conditions d'une défense efficace, car pour se défendre correctement, il faut être bien informé. Cependant, la pratique du dépôt des titres auprès des institutions financières rend le contrôle difficile, surtout que le dépôt peut être effectué auprès de plusieurs instituts de crédit, et en

particulier de banques étrangères, les titres échappant alors au devoir de déclaration.

De plus, le manquement à cette obligation n'est sanctionné que par une amende de 50 000 DM. Par conséquent, il est quasiment impossible d'empêcher un attaquant de contrevenir à l'obligation de déclaration. Par ailleurs, le franchissement du seuil n'entrave pas la poursuite des achats, la seule contrainte à ce niveau étant d'effectuer une nouvelle déclaration au seuil de 50 %. Il résulte donc de ces éléments que des *raiders* peuvent préparer une prise de contrôle dans le secret, et la possibilité d'utiliser des hommes de paille ne fera pas évoluer la situation en cas d'abaissement des seuils (mesure à l'étude).

L'avis du gouvernement l'emporte

Il est à signaler qu'en cas d'interdiction d'une fusion par le BKA, les entreprises peuvent faire appel devant les tribunaux, jusqu'à la Cour fédérale de Justice. De plus, le Ministre fédéral de l'Economie a la possibilité d'accorder une « autorisation spéciale » de fusion, en dépit du veto du BKA. Mais cette mesure doit être justifiée par l'intérêt général, notion toute relative, qui peut s'étendre au maintien de l'emploi par exemple.

74

L'autorisation gouvernementale de l'acquisition de MBB par Daimler Benz, dans le but de privatiser les risques liées à Airbus et de réduire l'appel au contribuable pour financer cette compagnie, a évidemment marqué les esprits. Mais cet accord ne remet pas en cause l'autorité morale du BKA, qui n'a été contredit que six fois par le gouvernement depuis 1973. En effet, il existe actuellement un consensus en Allemagne pour préconiser un renforcement du régime de protection de la concurrence, afin notamment de ne pas assombrir les perspectives de développement des entreprises nouvellement créées en Allemagne orientale (*cf. rapport du 26/6/91 du BKA*).

En revanche, le pouvoir du BKA est maintenant limité par la politique communautaire. En effet, depuis le 21 septembre 1990, une fusion de « dimension communautaire »¹⁰ est soumise à l'autorisation de la Commission des Communautés européennes. Bien que ce principe souffre beaucoup d'exceptions (*cf. W.L. Lee — Janvier 1990*), il restreint cependant l'influence du BKA, ce qui est considéré comme une menace pour la libre concurrence en Allemagne, dans la mesure où la politique communautaire en matière de concentration est considérée comme plus laxiste que celle du BKA. Les « mariages de mamouths » devraient donc s'accroître en Allemagne, le

¹⁰ Comme le montre A. Strohm (1989) du Walter Eucken Institut, beaucoup de critères pris en compte par le BKA ont cependant un caractère subjectif, dont en premier lieu la notion de part de marché. Pour un exposé des problèmes relatifs à l'appréciation de cette variable, voir par exemple la thèse de J. Liouville - *op. cit.*

dernier projet en date étant celui de l'acquisition par Mannesmann de VDO, premier constructeur mondial d'instruments pour véhicules routiers (tableau de bord...).

Structures du marché financier et caractéristiques socio-culturelles : des remparts qui s'effritent

Une capitalisation boursière relativement faible

A côté des barrières juridiques et institutionnelles, les structures du marché financier ont été considérées traditionnellement comme un autre facteur peu propice aux restructurations externes en Allemagne. Mais à ce niveau également la situation évolue rapidement.

A ses origines, l'industrie allemande a eu des besoins financiers importants à couvrir, si bien qu'elle a noué très tôt des liens étroits avec les banques¹¹. Il en résulte que jusqu'à présent les entreprises allemandes ont surtout mis à profit leurs relations avec les banques pour se financer¹². Ainsi, à la fin de la décennie 1980, les entreprises germaniques puisaient environ 75 % de leurs ressources de financement externe dans le crédit bancaire (*cf. U. Muldur*).

Une conséquence en a été que jusqu'à un passé récent, l'activité boursière n'a pas été très développée en Allemagne. En effet, dans la mesure où elles pouvaient disposer de ressources financières, sans avoir besoin de faire appel à l'épargne publique, de grandes entreprises allemandes ont préféré ne pas s'introduire en Bourse et conserver une forme juridique les protégeant contre les intrus¹³. C'est ainsi que de grandes sociétés allemandes sont toujours constituées sous la forme d'une GmbH (SARL), comme Bosch par exemple, l'Allemagne comptant au total près de 400 000 GmbH. De ce fait, seulement 2 500 sociétés anonymes environ sont enregistrées, et sur ce nombre seulement 700 sont introduites sur une des huit Bourses allemandes¹⁴, très souvent avec une fraction faible de leur capital, comme le prouve le rapport entre la capitalisation boursière et le PNB : 78 % en 1989 pour la Grande-Bretagne, contre 33 % pour la France, 30 % pour l'Espagne et seulement 27 % pour l'Allemagne (*cf. Nolte-Leber — p. 579*).

Une seconde dimension du problème est que les sociétés dont le capital est disséminé dans le public sont en nombre restreint : 70 environ selon M.W. P. Uhringer, directeur de la Deutsche Industriekreditbank AG. Parmi les

¹¹ Cf. BKA - Merkblatt zur Fusionskontrolle.

¹² Chiffre d'affaires cumulé au niveau mondial des entreprises concernées supérieur à 5 milliards d'ECU (environ 35 milliards de F) et chiffre d'affaires dans la CEE d'au moins deux participants excédant 250 millions d'ECU.

¹³ Pour un exposé à ce propos, cf. S. Urban et E.M. Lipp.

¹⁴ Pour une comparaison franco-allemande à ce sujet, cf. P. Kienast.

sociétés cotées, environ les deux tiers sont soumises à un contrôle majoritaire (cf. J. Liouville — Mai 1989). En ce qui concerne le tiers restant, les titres sont surtout aux mains d'investisseurs institutionnels, ceux-ci contrôlant environ 80 % du patrimoine boursier allemand, selon A. Gösche de la société Keinbaum Beteiligungsberatung GmbH. Or, par le passé, ces actionnaires se sont montrés les plus fidèles (cf. J. Liouville - Mai 1989). Par exemple, parmi les 39 participations industrielles détenues par les banques allemandes en 1983, 25 existaient déjà vingt ans plus tôt.

Des actionnaires deviennent agressifs

Il résulte de cette situation que le marché du capital est plutôt transparent en Allemagne, et que sur celui-ci les situations troublées sont rares. Mais, d'une part, l'intensification de la concurrence entre les investisseurs institutionnels et l'arrivée des professionnels étrangers de la finance sur le marché allemand poussent les entreprises à faire jouer la concurrence à leur profit, ce qui implique que les relations bancaires exclusives caractérisant traditionnellement le système allemand ont tendance à perdre de leur importance¹⁵. Il en résulte par exemple que même une entreprise comme Daimler-Benz n'hésite pas à travailler avec d'autres banques que la Deutsche Bank (son principal actionnaire), si celles-ci offrent des conditions plus favorables (cf. H.O. Eglaud). D'autre part, le phénomène de la « désintermédiation », qui désigne la tendance des entreprises à se financer directement sur les marchés, distend également les liens de partenariat noués entre les entreprises et les banques.

Par conséquent, n'ayant plus à assurer les risques, la Hausbank traditionnelle suit de façon plus détachée l'évolution de l'ancien partenaire, qu'elle était prête à défendre auparavant à tout prix. A ce niveau, l'évolution enregistrée à la Deutsche Bank (première banque de l'Allemagne) est très significative. En effet, une croyance ancienne laissait entendre que la Deutsche Bank volerait au secours de toute entreprise allemande en faisant la demande, en cas de risque d'une prise de contrôle hostile. Or, bien qu'étant la « banque-maison » du groupe sidérurgique Hoesch, la Deutsche Bank ne l'a pas soutenu récemment, quand la société Krupp a engagé une manœuvre hostile avec l'aide de la banque West LB, afin d'absorber Hoesch. L'argument avancé par la Deutsche Bank pour expliquer sa passivité a été qu'elle n'a pas pour rôle de secourir « un Konzern en train de mourir » (cf. *Manager Magazin* - n° 11/1991 - p. 8).

¹⁵ Il est notable cependant que le faible développement des sociétés par actions (A.G.) en Allemagne ne s'explique pas uniquement par la volonté de se protéger contre des acquisitions hostiles. D'une part, l'AG est défavorisée au plan fiscal par rapport aux autres formes juridiques. D'autre part, la loi allemande sur les sociétés donne peu de degrés de liberté à l'AG pour définir ses statuts, par rapport aux marges de manœuvres offertes aux autres formes juridiques. Pour une synthèse des autres problèmes posés par l'AG, voir par exemple C.P. Claussen.

L'assouplissement des relations entre les grandes entreprises et leur Hausbank pour les affaires quotidiennes n'affecte pas automatiquement les rapports de participations. Cependant, le triple mouvement de dérèglementation, d'innovation et de désintermédiation qui se répand en Allemagne comme dans les autres grands pays industrialisés, doit conduire à terme à augmenter la liquidité du marché financier allemand¹⁶. Ainsi, on peut remarquer qu'en ce qui concerne les participations, les banques tendent depuis une dizaine d'années à diminuer les participations supérieures à 25 % (réduction de moitié de leur nombre), au profit de participations de 10 %, plus souples à gérer. De plus, les nouveaux achats des banques s'éloignent d'une stratégie industrielle à long terme, comme le montre l'exemple de l'achat de 25 % du capital de Nixdorf par la Deutsche Bank en 1979, paquet finalement revendu dès 1984.

La nouvelle rivalité qui s'exerce sur le marché financier allemand implique donc que les indicateurs boursiers gagnent une importance lorsque des décisions stratégiques sont à prendre. Ainsi, après l'OPA du consortium Koylake sur la société BAT, les managers de cette dernière ont dû procéder à une restructuration sous l'impulsion des investisseurs institutionnels (cf. *Nolte-Leber - p. 584*). De même, ceux-ci ne sont plus prêts à laisser échapper des gains substantiels quand l'occasion se présente. Par exemple, dans le cas Krupp/Hoesch, des sociétés d'assurances avaient acheté des titres Hoesch par l'intermédiaire de la banque Oppenheim de Cologne, à la demande du Président de Hoesch. En effet, craignant une offensive de la part de British Steel et de Usinor-Sacilor, il avait voulu constituer un « pool » afin d'organiser la défense de son groupe. Mais, quand les cours ont commencé à grimper, à la suite du ramassage systématique des titres Hoesch par Krupp, les institutionnels ont cédé leurs paquets de titres Hoesch réalisant alors un bénéfice non négligeable au passage.

Le souci des actionnaires de défendre leurs intérêts renforce donc leur agressivité envers les managers et les incitent à ne pas craindre une acquisition hostile, comme l'assemblée générale de 1990 de Deutsche Babcock AG l'a prouvé. Au cours de cette assemblée, 40 % des voix étaient favorables à une levée de la limitation des droits de vote, alors que deux importants représentants des actionnaires, la Commerzbank et la Dresdner Bank s'abstenaient¹⁷.

De même, une réaction publique hostile est apparue lorsque le directoire de la Dresdner Bank a voulu introduire une clause de limitation des droits de vote dans les statuts de la banque (cf. *Nolte-Leber - p. 579*).

¹⁶ Il est cependant notable qu'environ un tiers de ces sociétés ont été introduites récemment, faisant suite à l'ouverture d'un second marché en RFA à partir de 1987.

¹⁷ Remise en cause de la « Hausbank », alors qu'au début des années 1980, même les plus grandes entreprises allemandes entretenaient des rapports privilégiés avec une banque (cf. I. Daigremont).

Un cas d'école

Un autre cas qui illustre bien la nouvelle tendance du comportement des investisseurs institutionnels est celui de la prise de contrôle de Bopp & Reuther (Mannheim) par le holding de Karlsruhe IWKA. L'entreprise familiale de Mannheim, produisant de la robinetterie, s'est transformée il y a quelques années en société par actions (A.G.). Le capital a alors été réparti entre deux membres de la famille Reuther : 43 % pour H.J. Reuther et 32 % pour C.F. Reuther, président du directoire. Le solde a été parqué en 1987 auprès d'une société financière de Hannover (Hannover Finanz), un droit prioritaire de rachat ayant été accordé par contrat à C.F. Reuther. Alertée par une perte de 2 millions de DM en 1988, et la perspective d'un déficit qui excèdera finalement le montant du capital en 1989 (37 millions de DM de pertes, pour un capital de 35 millions de DM et 315 millions de chiffre d'affaires), la branche H.J. Reuther, craignant la faillite totale de la société pense faire une bonne affaire en cédant fin 1989 ses actions au holding de la mécanique IWKA : cours 140 %, soit environ 20 millions de DM. IWKA compte en effet sur l'ouverture à l'est pour relancer l'activité de Bopp & Reuther. Le président du directoire, C.F. Reuther, voulant éviter d'être déstabilisé demande alors à son partenaire de Hannover de lui revendre la participation de 25 %. Mais, malgré les contacts « amicaux » entre la société de Mannheim et celle de Hannover, les financiers cèdent finalement le paquet de 25 % au mieux disant, c'est-à-dire IWKA : cours de 180 % contre 170 % proposé par C.F. Reuther. Ce dernier s'avoue alors vaincu et cède ses 32 % à IWKA pour un montant équivalant à celui payé pour 43 % des titres à H.J. Reuther. Finalement, on se rend compte que la société financière a abandonné son ex-partenaire pour 875 000 DM environ, soit à peine trois millions de francs. Un membre de la famille de C.F. Reuther a bien tenté une action en justice contre Hannover Finanz, mais le pool ayant été dénoncé par la société de Hannover après la cession de ses titres par H.J. Reuther, la confiance règne chez IWKA et Hannover Finanz. En résumé, on constate que les professionnels allemands de la finance n'hésitent pas à « trahir » aujourd'hui pour des sommes « ridicules », comparées aux gains des *raiders* américains. Ce cas contredit donc totalement l'opinion de P.E. Horn, vice-président de Manufacturers Hannover Trust Company, qui estime qu'il est improbable qu'une institution financière allemande contribue à une acquisition hostile, en raison du dommage que cela peut occasionner à son image de marque. De même, l'affirmation de Prot et de Rosen énonçant que le prix offert « importe moins que les garanties morales et économiques proposées par le repreneur » peut être largement mise en doute par ce cas. En effet, le groupe anglais Siebe, ayant un chiffre d'affaires mondial, plus de deux fois supérieur à celui d'IWKA, était prêt (*selon C.F. Reuther*) à acquérir la majorité du capital. Mais C.F. Reuther a agi dans son intérêt propre,

puisque alors que le groupe anglais s'engageait à acquérir une participation majoritaire au cours de 195 %, lui-même proposait un rachat à 170 % à son partenaire, afin de pouvoir offrir la majorité du capital (32 % + 25 %) au groupe Siebe. Si la transaction s'était faite, il aurait ainsi réalisé une plus-value non négligeable¹⁸.

En dehors de ce cas, la prise de contrôle de Hoesch par Krupp confirme que les établissements financiers allemands ne craignent plus de ternir leur image de marque en soutenant les initiateurs de manœuvres hostiles. Ainsi, la banque West LB a facilité l'acquisition de Hoesch par Krupp, en cédant à cette dernière société une participation de 12 % détenue dans le groupe Hoesch, alors que Friedel Neuber, directeur de la West LB, avait promis au président de Hoesch que ce paquet 12 % servirait à défendre son groupe.

Pour terminer cette approche des barrières aux regroupements hostiles en Allemagne, il est important de ne pas oublier de mentionner un certain nombre de facteurs socio-culturels.

Nolte et Leber pensent que le modèle social allemand¹⁹ peut freiner les attaquants étrangers. Cela risque éventuellement d'être le cas pour les spéculateurs²⁰, mais certainement pas pour les acteurs ayant des visées stratégiques, surtout que la paix sociale résultant du modèle social allemand est une compensation non négligeable. La participation plutôt élevée des étrangers aux fusions réalisées en Allemagne (45 % en 1989/90 - cf. *Bericht des BKA - p. 10*) semble d'ailleurs confirmer ce point de vue²¹.

79

Un marché non limité aux sociétés cotées

Après qu'il ait été signalé que seulement soixante-dix entreprises inscrites à la cote en Allemagne sont potentiellement menacées par une OPA, certains peuvent se demander pourquoi un marché aussi restreint nécessite une telle analyse ? Mais c'est oublier un peu vite que les entreprises cotées en Bourse ne sont pas les seules à subir la menace d'une prise de contrôle non sollicitée, comme le cas IWKA-Bopp & Reuther a permis de le montrer. Par ailleurs, il

18 A ce propos, il est à noter que la Deutsche Terminbörse (DTB), ouverte le 26 janvier 1990 à Frankfurt/Main, contribue à dynamiser le marché financier allemand. Ainsi, pour les options sur actions, la moyenne journalière a dépassé 29 000 contrats en 1990, alors qu'à l'ouverture le volume prévu était de 15 000 contrats par jour. En décembre 1990, la moyenne journalière a même dépassé 36 000 contrats. Pour plus de détails sur cette question, cf. J.-P. Weiss - *Die DTB und der MATIF*.

19 En RFA, la loi de 1957 sur le dépôt des titres donne le droit aux banques d'utiliser comme elles l'entendent le droit de vote attaché aux actions déposées par leur détenteurs, lorsque ceux-ci ne donnent pas de directives de vote : principe du « Depotstimmrecht ». Cependant, chaque banque n'est pas autorisée à exercer plus de 10 % des droits de vote d'une société par le jeu des procurations.

20 Les données relatives à ce cas sont extraites de : *Manager Magazin* (n° 7/90 - op. cit.), *Frankfurter Allgemeine Zeitung* des 21.03.90 et 28.11.90, *Börsen Zeitung* du 29.11.90, *Handelsblatt* des 21.03.90 et 19.10.90. Liouville remercie également à cette occasion le membre du directoire d'IWKA lui ayant accordé un entretien afin de mieux démêler toutes les ficelles de cette opération digne de « Dallas ».

21 Co-gestion, influence syndicale et coût des licenciements plutôt élevé en RFA, pouvant entraver une forte restructuration après une fusion.

faut prendre en considération le fait que la génération des entrepreneurs apparus à l'époque de la reconstruction est en train de « passer la main ».

Ainsi, selon C.P. Claussen, dans les neuf ans à venir, au moins 25 % des entrepreneurs allemands vont attendre l'âge de transmettre leur société. Or, la continuité de la gestion n'est pas toujours assurée. Ainsi, il n'y a actuellement qu'une société allemande sur deux où le problème de la succession a été réglé par anticipation (*cf. Droege*). Dans les autres cas, cela peut provenir de l'absence d'héritiers, ou de la difficulté de partager le pouvoir entre les différents héritiers²², ou encore de leur incompétence. En effet, les héritiers ont rarement une formation technologique, ce qui est problématique si on admet que la réussite des entreprises allemandes est assurée par la culture des dirigeants.

Par conséquent, le manque d'intérêt (ou de qualification) des héritiers dans ce domaine implique qu'un patron sur huit (*cf. Droege*) estime ne pas pouvoir leur confier la succession de son entreprise. Dans une telle situation, les propriétaires préfèrent que la société soit transmise à une personne compétente, de préférence déjà en poste dans l'entreprise. Il résulte de ces éléments que dans l'industrie allemande, le règlement de la succession ne doit trouver une solution intra-familiale que dans les deux tiers des cas (*cf. Droege*). Cela permet donc d'envisager de belles batailles dans l'avenir, entre les managers et les héritiers s'estimant mis à l'écart injustement, surtout quand les parties seront en désaccord sur les options stratégiques. En effet, la volonté d'exclure les héritiers éventuels de la gestion ne signifie pas pour autant que l'entreprise doit être mise systématiquement en vente, comme l'indique le tableau ci-après. Par conséquent, les conflits pouvant survenir entre les managers et les propriétaires du capital sont susceptibles d'entraîner la cession de titres à un groupe extérieur, même si cela ne paraît pas opportun à tous.

Tableau 3

REPRISE DE LA DIRECTION DANS LES ENTREPRISES ALLEMANDES
OÙ UNE SOLUTION FAMILIALE EST EXCLUE

Direction par des salariés actuels	46 %
Direction confiée à de nouveaux managers	8 %
Fusion	23 %
Vente de la société	20 %
Autres solutions	3 %

Source : enquête Droege - 1990.

²² Ceux-ci devraient être gênés par le fait que la co-gestion rend improbable l'éventualité d'un plein exercice du pouvoir à court terme, dans une société allemande récemment acquise.

Au-delà du problème des compétences, il ne faut pas ignorer également que les héritiers actuels n'ont pas toujours l'ardeur des pionniers. De ce fait, des conflits se produisent dans les familles lors du règlement des successions. En effet, certains sont prêts à poursuivre l'activité, tandis que d'autres veulent disposer immédiatement du capital. C'est par exemple par ce scénario que Mannesmann a pu envisager l'acquisition de VDO, entreprise considérée jusqu'alors comme imprenable par les milieux financiers allemands (cf. *Manager Magazin* - n° 8/1991 - pp. 26-27).

Enfin, comme le cas Bopp & et Reuther l'a montré, malgré le mythe d'une morale exemplaire des hommes d'affaires allemands, ceux-ci sont loin d'être des altruistes. Par conséquent, quand les résultats ne vont pas dans le sens souhaité, des cessions de titres sont probables, comme le cas Metro Gruppe-BLV²³ permet également de le vérifier.

Metro Gruppe a offert à l'ensemble des 20 fondateurs de BLV d'acheter leurs titres, alors que BLV était dans une situation difficile. Les alternatives pour ces actionnaires étaient simples. Accepter le prix proposé, ou refuser, mais en supportant le risque que la situation empire. De plus, dans ce contexte, personne n'est certain de la position que le partenaire va finalement adopter. Une prise de participation majoritaire était donc doublement à craindre pour chaque propriétaire. D'abord, par sa forme juridique la GmbH & Co. KG²⁴ n'offre pas de protection particulière aux associés minoritaires. Ensuite, si une majorité est déjà acquise, sans protection des minoritaires, il est difficile d'espérer trouver un autre acheteur dans le futur.

De telles données ont impliqué que la quasi-totalité des propriétaires ont cédé leurs titres au groupe Metro, dans un délai très bref (cf. *W. Händel* - 1991). La structure du marché du capital allemand a certainement pour conséquence que de tels cas sont légion, même s'ils ne sont pas médiatisés.

Vue de Paris, notamment, l'économie allemande est souvent considérée comme un « long fleuve tranquille », où les hommes d'affaires auraient un comportement rigide et convenable. Mais le nombre impressionnant d'affaires éclatant après la réunification allemande (Industrie militaire de l'ex-RFA ayant exporté des armes par l'intermédiaire d'agents de l'ex-RDA etc.) indique qu'il n'en est rien.

De même, cet article montre qu'en ce qui concerne les fusions, le modèle traditionnel allemand, tournant autour de la protection de l'entreprise, subit actuellement des coups de boutoir, qui étaient inimaginables il y a quelques

23 De plus, il faut savoir que la co-gestion ne s'impose pas aux sociétés de personnes qui sont les plus nombreuses en RFA et qui ne sont pas automatiquement imprenables, comme le cas Metro/BLV le prouve (exemple exposé en fin d'article).

24 Problème des compensations pour ceux qui acceptent de se retirer de la société etc.

années. Ainsi, les investisseurs institutionnels soumis à une intensification de la pression concurrentielle, se mettent plus que par le passé à gérer en fonction des indicateurs de performance à court terme. Il doit donc en résulter qu'un nombre croissant de paquets d'actions sera proposé sur le marché.

Par conséquent, la faible dissémination du capital dans le public ne doit pas être considérée comme une entrave majeure aux acquisitions inamicales en Allemagne. Au contraire, la concentration de paquets d'actions chez les investisseurs renforce la probabilité d'une vente considérée comme non opportune par le Top Management.

De plus, l'acceptation sociale des prises de contrôle de sociétés allemandes par des étrangers s'accroît en Allemagne. En effet, il n'est pas possible d'admettre que les entreprises allemandes mènent des actions agressives à l'étranger, sans accepter une relative réciprocité.

Par ailleurs, l'arsenal dont dispose les dirigeants allemands pour se prémunir contre des acquisitions non sollicitées n'est pas d'un niveau très élevé (*voir le résumé des moyens disponibles, tableau ci-après*), comparativement au système institué dans d'autres pays.

Cela doit donc inciter des entreprises étrangères à lancer actuellement des actions inamicales en Allemagne. Une motivation supplémentaire pour agir rapidement est que les entreprises allemandes ayant adopté des moyens robustes de défense sont encore peu nombreuses.

Rares sont celles qui combinent différentes mesures préventives : clauses statutaires (mesures juridiques) et actions sur le montant et la structure du capital (mesures économiques et financières). Il est évident qu'à la suite des opérations hostiles ayant réussi au cours des deux dernières années, les dirigeants allemands portent maintenant plus d'attention à leur stratégie de défense contre des manœuvres inamicales. Mais la construction d'une défense efficace exigeant un certain délai, il n'est pas trop tard pour partir à l'assaut d'entreprises allemandes, pouvant permettre à l'attaquant d'améliorer sa compétitivité.

En ce sens, les résultats dégagés par J. Liouville dans sa thèse incitent à recommander de s'intéresser aux sociétés allemandes spécialisées, plutôt qu'à celles engagées dans une stratégie de diversification, surtout si celle-ci a un caractère congloméral.

ENTREPRISES ALLEMANDES ET ACQUISITIONS HOSTILES

MOYENS DE DÉFENSE LÉGAUX
CONTRE LES FUSIONS HOSTILES EN RFA

Mesures	Mécanismes	Accord des actionnaires	Effet	Tendance
<i>Clauses Statutaires</i>				
Actions sans droit de vote	une part des actions (max. 50 %) ne donnent pas de droit de vote, si elles seuls circulent la prise de contrôle est impossible	oui	faible si des titres avec droit de vote sont en circulation	faible développement car le droit de vote peut renaître, les circonstances poussant alors à rejoindre le camp d'un raider.
Droits de vote multiples	donner un droit de vote préférentiel (multiple) aux actionnaires stables, ce qui permet d'ouvrir le capital, sans risquer une prise de contrôle	oui	fort	régime dérogatoire, dont les causes d'autorisation diminuent
Limitation des droits de vote	un actionnaire n'a droit qu'à une fraction des droits de vote, insuffisante pour contrôler la société	oui	moyen, si des hommes de paille n'entrent pas en jeu sinon faible	opposition des petits actionnaires, en tout état de cause les raiders s'organisent pour contourner cette mesure
Actions nominatives, non cessibles sans l'accord des dirigeants	les actionnaires inopportuns sont tenus à l'écart	oui à 100 %	moyen, sauf si entente avec des tiers (faible)	faible développement car la décision doit être prise à l'unanimité des actionnaires
Achat de ses propres actions	achat de ses titres quand une menace surgit, ce qui hausse les cours et augmente le coût d'une prise de participation (limité à 10 % du capital social en RFA)	non	faible, en raison de la limite de 10 %	faible développement car les possibilités d'achat sont très limitées par la loi
Participation croisée	les actions sont confiées à un ami, la réciprocité empêchant toute trahison	non	fort	fort développement
Augmentation de capital réservée aux bénéficiaires d'un droit de souscription	les attaquants sont écartés de la hausse du capital, ce qui réduit le poids relatif des titres qu'ils ont déjà acquis est renchérit une prise de contrôle	oui	moyen, sauf si une OPA est déjà lancée, car la mesure est alors interdite	faible développement car d'un usage problématique

DOSSIER: LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Echelonnement du renouvellement des dirigeants	tous les dirigeants n'étant pas renouvelables, en même temps, l'exercice véritable du pouvoir est retardé	non	moyen, car un départ anticipé des dirigeants peut être obtenu	for développement
Indemnités de départ des dirigeants	lors d'un départ anticipés, les dirigeants se voit octroyer une indemnité d'un montant très élevé, qui est une sanction pour les raiders, car le coût de la prise de contrôle est rehaussé	non	faible en RFA, car les indemnités ne peuvent pas être anormalement élevées	développement moyen
<i>Mesures structurelles</i>				
Achat d'une entreprise dans un secteur réglementé, ou sensible pour l'Office des Cartels	achat d'une entreprise dans un secteur particulièrement surveillé par les Pouvoirs Publics, l'entrée d'un raider pouvant être alors interdite pour cause d'intérêt public ou de restriction de la libre concurrence	non	moyen surtout que le protectionnisme envers les fusions étrangères se réduit	faible développement, du fait que le champ des secteurs réglementés se restreint
Parquage des titres auprès d'un allié	solicitation de partenaires (White Rights) pour qu'ils entrent dans le capital de la société	non	moyen	développement moyen, car les « amis » peuvent vite se comporter en « traîtres »
Vente de départements de l'entreprise	vente des départements les plus attractifs pour les raiders	non	faible	faible développement
Adoption d'une forme juridique défavorable à la diffusion du capital	le capital ne peut pas être cédé sans l'accord des autres sociétaires	—	fort	faible développement, car la concentration des marchés entraîne des besoins financiers qui poussent à ouvrir le capital

Source : J. Liouville.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Audretsch D.B., Waylan H.L. - *Investment Opportunities in a Unified Germany*, WZB, *Discussion Papers*, FS IV, 90/12, Berlin, 1990, 36 p.
- Bergmann H., *Nachfragemacht in der Fusionskontrolle*, Ed. Duncker & Humblot, Berlin, 1989, 196 p.
- Bhide A., The Causes and Consequences of Hostile Takeovers, in : *Journal of Applied Corporate Finance*, Été 1989, p. 36-62.
- Bradley M. & alii, *Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*, in : *Journal of Financial Economics*, vol. 21, n° 1, Mai 1988, p. 3-40.
- Biggadike R.E., The Risky Business of Diversification, in : *Harvard Business Review*, vol. 57, n° 3, Mai/Juin 1979, p. 103-111.
- Bühner R., *Das Management Wert, Konzept*, Ed. Schäffer Verlag, Stuttgart, 1990, 253 p.
- Bühner R. *Erfolg von Unternehmenszusammenschlüsse in der Bundesrepublik Deutschland*, Ed. Poeschel Verlag, Stuttgart, 1990.
- Bundesverband Deutschen Banken, Zur Diskussion um die Macht des Banken, in : *Die Bank*, n° 10/1989, p. 556-562.
- Bundeskartellamt, *Merkblatt zur Fusionskontrolle*, document ronéoté, Berlin, Mars 1990, 14 p.
- Bundeskartellamt, *Merkblatt zum Anwendungsbereich des E.G. Fusionskontrolle*, document ronéoté, Berlin, Septembre 1990, 6 p.
- Bundeskartellamt, *Chekliste, Referat Fusionskontrolle*, document ronéoté, Berlin, Mars 1990, 46 p.
- Claussen C.P., *Die Mittelstands Aktiengesellschaft*, in *Die Betriebswirtschaft*, n° 2/1991, p. 183-194.
- Deutscher Bundestag, *Bericht des Bundeskartellamtes über seine Tätigkeit in den Jahren 1989/90*, Ed. Verlag Dr Hans Heger, Bonn, 1991, 202 p.
- Coenberg, *Jahresabschluß und Jahresabschluß Analyse*, Ed. Verlag Moderne Industrie, 8^e édition, Landsberg am Lech, 1988, 883 p.
- De Lousanoff O., Laurin B., *La Gmbh*, Ed., Fritz Knap Verlag, Francfort/Main, 1988, 263 p.
- Dichtl E., sous la dir. *Schritte zum Europäischen Binnenmarkt*, Ed., Beck Verlag, Munich, 1990.
- Droege & alii, *Zukunftssicherung durch strategisch Unternehmensführung*, Ed. Wirtschaftswoche, Düsseldorf, 1991, 580 p.
- Daigremont I., La « Hausbank » : partenaire traditionnel des entreprises allemandes, à l'épreuve des nouvelles données de la concurrence, Analyse comparée avec les relations banques-entreprises en France, Etude pour le Ministère de l'Industrie et

- de l'Aménagement du Territoire, OSI, Université Robert Schuman/Groupe IECS, Strasbourg, Mars 1991, 74 p.
- Eglau H.O., *Wie Gott in Frankfurt*, Ed. Econ. Verlag, Düsseldorf, 1989, 318 p.
- Gösche A., Stellungnahme zum Thema feindliche Unternehmensübernahmen, in : *Die Betriebswirtschaft*, n° 1/1991, p. 121-123.
- Horn P.E., Anmerkungen zum Beitrag von Nolte/Leber, in : *Die Betriebswirtschaft*, n° 1/1991, p. 123-124.
- Herrenhausen A., Macht der Banken, in : *Revue d'Allemagne*, Tome XXII, n° 2, Avril/Juin 1990, p. 175-194.
- Händel N., Unternehmensübernahmen in Deutschland, in : *Die Betriebswirtschaft*, n° 1/1991, p. 124-127.
- Handelsblatt, *Investieren in der neuen Bundesländern*, supplément au n° 127, 5 & 6 juillet 1991, 28 p.
- Husson B., *La prise de contrôle d'entreprises*, Ed. PUF, Paris, 1987, 240 p.
- Kienast P., *Le comportement financier comparé des entreprises allemandes et françaises*, Thèse de 3^e cycle, Paris IX, Dauphine, Paris, 1980, 262 p.
- Lee W.L., Le contrôle des fusions : une leçon de politique communautaire, in : *Fusions et acquisitions*, Janvier 1990, p. 19-21.
- Leontides M., *Misch Konzerne verbändern die Welt*, Ed. Econ. Verlag, Düsseldorf, 1987, 368 p.
- Linden F.A., Eine Familienfirma kommt unter die Raider, in : *Manager Magazin*, n° 7/1990, p. 66-77.
- Linden F.A., Rüssmann K.H., Bosch : fin de siècle, in : *Manager Magazin*, n° 8/1991, p. 24-37.
- Liouville J., Analyse de l'actionnariat des sociétés allemandes cotées en Bourse, in : *Analyses de la SEDEIS*, Mai 1989, p. 118-121.
- Liouville J., Choix de développement et rentabilité de l'entreprise : le cas de l'industrie mécanique allemande, Thèse pour le doctorat ès Sciences de Gestion, Université Robert Schuman, Strasbourg, 1990, 720 p. + annexes.
- Liouville J., Les PME allemandes face à l'échéance de 1992, in : *Analyses de la SEDEIS*, n° 81, Mai 1991, p. 31-36.
- Liouville J., La gestion des achats de la Deutsche Bundesbahn : analyse des procédures et recommandations aux fournisseurs potentiels, Rapport du CESAG au Ministère de l'Industrie, Université Robert Schuman, Strasbourg, Mai 1991, 56 p.
- Liouville J., Les commandes publiques d'équipements de télécommunications en RFA, Rapport du CESAG au Ministère de l'Industrie et de l'Aménagement du Territoire, Université R. Schuman, Strasbourg, Juin 1991, 67 p.
- Liouville J., Zulieferer, Diskriminierung (rapports entre les sous-traitants et les Konzerns), in : *Politique Industrielle*, n° 23, Été 1991, p. 140-142.
- Muldur U., Restructurations et stratégies dans le secteur financier européen, in : *Revue d'Economie Financière*, n° 12/13, 1990, p. 155-194.

- Nolte C., Leber H., Feindliche Unternehmensübernahmen eine Gefahr für deutsches Unternehmen ?, in : *Die Betriebswirtschaft*, n° 5/1990, p. 573-585.
- Porter M.E., From Competitive Advantage to Corporate Strategy, in : *Harvard Business Review*, Vol. 67, n° 3, Mai/Juin 1987, p. 43-59.
- Prot B., De Rosen A., *Le retour du capital : les fusions acquisitions en France et dans le monde*, Ed. Odile Jacob, Paris, 1990, 239 p.
- Pühringer M.W., Diskussionsbeitrag zur Abhandlung von C. Nolte/H. Leber : Feindliche Unternehmensübernahmen, in : *Die Betriebswirtschaft*, n° 1/1991, p. 119-121.
- Soulie D., Raiders et OPA hostiles, in : *Analyses de la SEDEIS*, n° 53, septembre 1986, p. 17-20.
- Solf P.H., Les fusions et acquisitions en Allemagne, in : *Fusions et Acquisitions*, n° 22, octobre 1988, p. 17-21.
- Stewens G.M., Das Bedrohungspotential durch feindliche Übernahmen : auch eine Chance für deutsche Unternehmen ?, in : *Die Betriebswirtschaft*, n° 1/1991, p. 113-116.
- Stroh A., *Marktwirtschaft und Großfusionen*, Ed. Verlag JCB Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, 1989, 50 p.
- Urban S., Vendemini S., *Entreprises allemandes et coopération industrielle à l'échelle européenne*, Ed. La Documentation Française, Paris, 1986, 162 p.
- Urban S., Lipp E.M., *L'Allemagne, une économie gagnante ?* Ed. Hatier, Paris, 1988, 239 p.
- Urban V., *Les mesures anti-prise de contrôle récemment adoptées par les entreprises françaises*, Mémoire du DEA 104 de l'Université Paris IX, Dauphine, 1987, 146 p. + annexes.
- Weiss J.P., *Die DTB und der MATIF, Rapport de l'EME/Groupe IECS*, Université Robert Schuman, Strasbourg, Mars 1991, 55 p.
- Wilhelm W., Veba, Ein Konzern braucht Saft, in : *Manager Magazin*, n° 7/1991, p. 31-41.
- Willenbockel D., Unexploited Economies of Scale in European Industry and the Economic Consequences of 1992 : Fact and Fiction in the Cecchini Report, WZB, Discussion Papers, WZB 89/15, Berlin, 1989, 45 p.