

STRATEGIE DU CAPITAL ET DE L'ACTIONNARIAT

RESUME ET CONCLUSIONS

AVANT-PROPOS

La présente étude se situe dans le prolongement des travaux de l'Institut de l'Entreprise sur le thème de la **compétitivité**.

La compétitivité d'une entreprise repose principalement sur la capacité de ses dirigeants à élaborer et conduire des stratégies aptes à mobiliser **de façon durable** autour de son projet les forces dont elle dispose : celles de ses équipes au travail tout d'abord, c'est à dire son capital humain, car ce sont "les hommes qui font la différence"; celles émanant de ses actionnaires ensuite, c'est à dire son capital financier, car il conditionne ses possibilités de développement.

Qu'elles concernent les hommes de l'entreprise ou ses actionnaires, les stratégies de management poursuivent le même objectif : la confiance dans l'avenir de l'entreprise, condition de la stabilité qu'implique la réalisation d'un projet inscrit par définition dans la durée.

L'Institut de l'entreprise consacre depuis longtemps une grande part de ses travaux aux stratégies de management des hommes. Nous abordons ici celles du capital et de l'actionnariat.

A quelles conditions , qu'il s'agisse de la mise en oeuvre d'une stratégie ou du contexte législatif ou réglementaire dans lequel elle évolue, l'entreprise pourra-t-elle espérer disposer de la stabilité nécessaire à la conduite de son projet dans cet élément essentiel que constitue son actionnariat ?

Les pages ci-après ont examiné les conditions **techniques**. Mais il est bien évident, comme il est dit maintes fois dans ce rapport, que la réalisation de ces conditions techniques serait inopérante si l'entreprise ne répondait pas d'abord aux conditions d'une très bonne visibilité alliée à une efficacité de son management. Il est primordial, au nom même de la stabilité de l'entreprise, que les actionnaires et le marché restent en mesure de sanctionner les managements défaillants.

RESUME ET CONCLUSIONS

1. Le tissu des entreprises du monde occidental connaît depuis quelques années un vaste mouvement de restructuration qui s'est sensiblement accentué depuis le milieu des années 80.

Les opérations de rapprochement, de fusion, d'acquisition ou de cession d'entreprises ont des finalités diverses. Elles s'inscrivent le plus souvent dans le cadre de stratégies de développement (croissance externe, diversification, recentrage sur le métier de base, recherche d'économies d'échelle, alliances industrielles ou commerciales). Elles peuvent avoir une finalité purement financière (recherche de plus-values, amélioration de surface financière...). Leur accélération est liée au développement de l'ouverture des frontières, de la déréglementation et de la concurrence au sein du monde occidental au cours des dernières années. Dans la plupart des métiers, les activités s'internationalisent, à l'échelle de l'Europe ou de l'Occident, sinon à celle de l'ensemble du Monde; et les freins au libre jeu des forces du marché se desserrent.

Ces opérations se réalisent le plus souvent à l'amiable. Mais, dans certains cas, elles conduisent à de véritables affrontements, sous forme d'offres publiques hostiles qui peuvent mettre en cause des projets d'entreprise rationnels et profitables, des gestions efficaces, un consensus social.

Leur accélération a démarré dans les pays anglo-saxons. Elle s'est progressivement étendue à l'ensemble de l'Europe du fait des perspectives ouverte par l'Acte Unique Européen. La France se trouve directement concernée en raison de la libération de son économie, du démantèlement du contrôle des changes, et de la modernisation du marché financier. Le mouvement a pris d'autant plus d'ampleur qu'elle apparaît comme le pays européen le plus ouvert, en fait, à ce type d'opérations, et que, de leur côté, les entreprises françaises sont très actives dans les opérations de fusions-acquisitions à l'étranger.

2. Le tissu capitaliste français est assez vulnérable à ce vaste mouvement de restructuration.

Dans chacun des grands pays du monde occidental, les structures capitalistes ont été façonnées par l'histoire et la culture nationale. Celles-ci ont suscité une organisation qui assure une certaine stabilité au capital des entreprises et à leur management. Chaque Nation a, en fonction de son génie propre, généré des anticorps qui assurent aux entreprises une certaine protection contre les agressions extérieures.

Dans les pays anglo-saxons, qui pratiquent depuis des décennies les règles du jeu libéral, nombre d'entreprises ont acquis une dimension qui les met à l'abri des agressions. Les systèmes allemands et japonais sont dotés d'une auto-protection socio-culturelle et juridique, que complète une certaine imbrication capitaliste entre le monde financier et le reste de l'économie concurrentielle. Aux Pays-Bas, ou en Suisse, le droit des sociétés permet de limiter des pouvoirs d'actionnaires intrus.

L'histoire économique française a été dominée, pendant des décennies, par l'ampleur des interventions de l'Etat : c'était logiquement à celui-ci qu'il revenait d'assurer la protection des entreprises contre les agressions extérieures. Plusieurs facteurs historiques se sont, de ce fait, conjugués pour limiter la structuration du tissu capitaliste français.

D'abord la permanence du contrôle des changes pendant plusieurs décennies qui mettait les entreprises françaises à l'abri de prises de contrôle étrangères non souhaitées : l'existence du parapluie administratif a rendu moins vital la recherche de formes de protection plus capitalistes. Ensuite, les nationalisations, notamment dans le secteur financier : les acteurs potentiels les plus importants du monde capitaliste étaient plus ou moins "hors-jeu" aux yeux de nombre d'entreprises privées, peu favorables à des prises de participation d'entreprises nationalisées susceptibles de voir leur gestion étatisée à l'occasion d'un changement gouvernemental. Enfin, la faiblesse, jusqu'à une période assez récente, de l'épargne à long terme investie en actions, du fait de la conjugaison de plusieurs facteurs : forte préférence pour la liquidité liée à l'inflation; ampleur et formes (notamment en matière de retraite) de la protection sociale; étroitesse du marché de Paris et vétusté de certaines institutions; fiscalité peu favorable aux actions. Sur ces différents points, la situation a profondément évolué. Mais le poids du passé fait que le capital des

entreprises privées françaises se trouve aujourd'hui moins structuré que celui des entreprises de plusieurs de nos voisins européens (Allemagne, Suisse, Pays-Bas notamment).

En outre, les dimensions capitalistiques des entreprises françaises sont restées longtemps modestes à l'échelle internationale et sont encore limitées par rapport à celles du monde anglo-saxon. Elles sont donc d'un prix accessible. Or, du fait de la progression de leur compétitivité et de leur profitabilité, les entreprises sont aujourd'hui attrayantes. Elles le sont d'autant plus que le marché français est prometteur et qu'il peut désormais être utilisé comme tête de pont pour la conquête du continent européen.

Enfin, la protection juridique du contrôle des entreprises n'est pas une préoccupation centrale de notre appareil législatif. La France n'a pas mis en place, comme les Pays-Bas ou la Suisse, un dispositif juridique compliquant ou empêchant les prises de contrôle non souhaitées par les managements et les actionnaires nationaux.

3. Cette vulnérabilité peut poser problème du point de vue des intérêts nationaux et du point de vue de l'entreprise.

Du point de vue de l'intérêt national, la vulnérabilité du tissu capitaliste français risque de conduire à la délocalisation d'un nombre significatif de pôles de décision, dans les années à venir ou à l'occasion des transmissions de patrimoines familiaux. Les seuls pôles de regroupement, totalement assurés de leur stabilité, au niveau de la propriété du capital, sont les entreprises nationalisées, ce qui limite singulièrement le champ de la protection et très probablement sa durée, dans la perspective du grand marché européen.

Du point de vue de l'entreprise, plusieurs opérations récentes ont mis en évidence les problèmes sociologiques que peuvent poser les prises de contrôle hostiles. Une entreprise n'est pas un bien comme un autre : la mettre en vente aux enchères comme une oeuvre d'art ou un immeuble dans le cadre d'une OPA interpelle inévitablement le groupe humain qu'elle constitue. Il serait en outre bien difficile de mobiliser autour d'un projet d'entreprise et d'un nationalisme d'entreprise, comme l'exige la compétition actuelle, des personnels qui considèreraient que ce projet et ce nationalisme peuvent être mis en cause à tout instant par une opération financière. Des OPA, suivies de démembrement, comme le pratiquent certains financiers américains, pourraient poser bien des

problèmes en France, même lorsque leur rentabilité financière serait assurée ou leur finalité économique avérée.

4. Il ne saurait pour autant être question de s'engager dans la voie d'un protectionnisme frileux ou d'un immobilisme en matière de changements de contrôle capitalistique.

D'abord parce que ces opérations sont indispensables pour adapter notre tissu productif à l'évolution rapide des marchés et de la concurrence et permettent une meilleure utilisation du potentiel national de moyens de production.

Ensuite, parce que les entreprises françaises ont elles-mêmes besoin de réaliser de telles opérations pour leur développement, et qu'en ce domaine le protectionnisme pourrait déclencher des réactions symétriques des pays partenaires.

En troisième lieu, parce que la menace de telles opérations constitue une incitation permanente à l'amélioration des stratégies et des gestions des managements, à la valorisation des actifs de l'entreprises, à l'écoute des actionnaires.

Enfin, parce que les changements de contrôle sont l'occasion, pour les actionnaires, de valoriser au mieux leur investissement, qu'elles constituent un stimulant pour le marché financier, et contribuent de ce fait à orienter l'épargne vers les entreprises.

5. Mais il ne serait pas très raisonnable de sombrer dans un laisser-faire dogmatique. L'ouverture indispensable au marché français en matière de prises de contrôle, même agressives, ne doit pas être naïve, et doit prendre en compte la réalité de l'entreprise.

Il serait naïf de permettre à des entreprises étrangères de réaliser, sur le marché français, des opérations qui seraient impossibles à nos entreprises sur leur marché d'origine, pour des raisons de fait ou de droit. Comme en matière d'échanges commerciaux, la réciprocité doit être la règle en matières de fusions-acquisitions. Et elle ne doit pas être seulement formelle, mais réelle. Aujourd'hui, en dehors du monde anglo-saxon, la France est l'un des rares pays à pratiquer un libéralisme effectif dans ce domaine, en le limitant, il est vrai, au secteur privé. Construction européenne et Uruguay Round devraient donner une occasion d'interpeller à ce sujet des pays comme l'Allemagne, la Suisse, les Pays-Bas ou le Japon.

En outre, il convient de prendre en compte la réalité de l'entreprise. Le projet d'entreprise doit rassembler et mobiliser une communauté d'hommes et de femmes autour d'un objectif commun. Il ne peut avoir de réalité que s'il s'inscrit dans la durée. Aucune Nation n'aurait jamais accepté les sacrifices d'une guerre ou d'une reconstruction sans être assurée de sa propre pérennité au cas de succès. L'entreprise doit pouvoir défendre son projet et son indépendance.

6. Dans la logique de cette analyse, le groupe de travail a cherché à formuler quelques propositions qui s'organisent autour de deux objectifs :

- Permettre de renforcer la stabilité des structures capitalistiques du tissu productif français dans le cadre des règles du jeu de marché
- Rechercher un équilibre des règles du jeu capitaliste entre le libre jeu du marché, indispensables à une bonne allocation des ressources, et la défense du projet d'entreprise, nécessaire à une mobilisation optimale de celle-ci.

Ces propositions visent à orienter vers les entreprises une **épargne stable et motivée**. Elles concernent d'abord les managements qui doivent avoir pour préoccupation constante de **fidéliser leur actionariat**, en l'associant à la définition du projet de l'entreprise, à sa réalisation et à ses résultats. Elles concernent aussi les pouvoirs publics, qui pourraient favoriser le développement de l'épargne investie en actions et accepter de reconnaître des droits et avantages spécifiques à l'actionariat stable.

LES PRINCIPALES RECOMMANDATIONS DU GROUPE SONT LES SUIVANTES :

1. L'investissement de l'épargne en actions doit être reconnu comme une nécessité économique nationale et bénéficier comme tel d'un traitement fiscal spécifique.

- . A court terme, trois dispositions essentielles pourraient être prises :
 - alignement de la fiscalité du bénéfice distribué sur celle du bénéfice réinvesti, au taux de 33 %
 - création d'un plan d'épargne simple en actions, permettant la constitution d'une épargne investie en actions sur une période de moyen-long terme, en exemption d'impôts sur les dividendes et plus-values, avec un " tiroir " spécial pour stimuler la stabilité

de l'actionnariat

- incitation fiscale à l'accumulation d'épargne en vue de la retraite, considérée comme un complément facultatif aux mécanismes de répartition

- . A moyen terme, incitation à l'actionnariat stable sur une longue période par des avantages au niveau des droits de succession ou de l'I.S.F. dans la limite, bien sûr, de certains plafonds, ce qui faciliterait par ailleurs les transmissions d'entreprises.
- . Au titre des charges diverses, et par priorité, suppression de l'impôt de bourse.

2. Rien ne doit être négligé par les dirigeants d'entreprises pour améliorer les relations de l'entreprise avec ses actionnaires et s'assurer de leur fidélité :

- par une meilleure connaissance de l'actionnariat en vue d'une meilleure information et d'une association plus étroite des actionnaires à la vie, voire aux grandes options de l'entreprise
- par une rémunération plus attractive, que ce soit en numéraire ou sous forme d'actions
- par divers avantages qui, dans le cadre juridique actuel, ou moyennant une amélioration du droit des sociétés, permettent ou permettraient de favoriser l'actionnariat stable (super-dividende, bons de souscription d'actions, augmentations de capital réservées ...).

3. Le développement de l'épargne collective doit pouvoir devenir un élément de stabilisation et non plus de fragilisation de l'actionnariat des entreprises, moyennant certaines innovations.

4. Pour les entreprises qui estimerait qu'une séparation des pouvoirs serait de nature à améliorer les relations actionnariat-management, assouplissement du dispositif législatif pour permettre une adaptation statutaire de l'organisation duale Conseil de Surveillance-Directoire aux spécificités de l'entreprise concernée.

5. Modification de la réglementation relative aux OPA par des mesures destinées à offrir au tour de table capitaliste qui soutient le projet d'entreprise les moyens de combattre celles conduites à des fins purement spéculatives et dont la réalisation implique la disparition de l'entreprise et l'abandon de son projet.

STRATEGIE DU CAPITAL ET DE L'ACTIONNARIAT

RAPPORT

Le groupe constitué par l'Institut pour conduire ces travaux a été :

présidé par :

MMrs **Michel PEBEREAU**, Président Directeur Général du C.C.F
Arnaud LEENHARDT, Président Directeur Général de Vallourec

assistés de :

MMrs **Christian ALLAIS**, Directeur de l'Institut de l'Entreprise - **Jacques BON**, Président Directeur Général de FINEC - **Gérard BOUVET**, Notaire - **Gilles BRAC de LA PERRIERE**, Président Directeur Général de la Banque Pallas France - **Giles de CALAN**, Président de Calan, Ramolino et Associés - **Jean CERON**, Président Directeur Général de GEFIMA Consultants - **Yves de COURLON**, Président d'Honneur d'Arjomari - **François DIDIER**, Directeur Prospective Economie et Stratégie d'Elf Aquitaine - **Michel DRANCOURT**, Délégué Général de l'Institut de l'Entreprise - **François DUTREIL**, Directeur Financier de Bally France - **Jean-Marie FABRE**, Directeur Général des Affaires Economiques du CNPF - **Jean-François FONLUPT**, Directeur à la Direction Générale de Bouygues - **Philippe GUERIN**, Consultant, Philippe Guerin et Associés - Mlle **Isabelle HACHETTE**, Paris IX Dauphine - **Bertrand JACQUILLAT**, Professeur à Paris IX Dauphine - **Robert JABLON**, Administrateur de sociétés - **Jean de la CHAUVINIERE**, Président de la Banque Régionale de l'Ouest - **Etienne LEDUC**, Vice-Président de Midial - **Hervé LEMEE**, Directeur-Adjoint de la Société des Bourses Françaises - **Pierre LEROY**, Directeur du Club Demeter - **Alain MADEC**, Membre du Comité Exécutif de Total - **Godefroy de NOAILLAT**, Conseiller de l'Institut de l'Entreprise - Mme **Dominique RAMBURE**, Conseiller juridique du CNPF - MMs **Patrick SOULARD**, Directeur à la Direction des Affaires Financières et Participations Industrielles de la BNP - **Nicolas THIERY**, Administrateur Délégué de SEDEIS - **Frédéric TIBERGHIE**, Président d'Entreprise Générale de Télécommunications - **Jean-Pascal TRANIE**, Cie Générale des Eaux - **Pierre VILAREM**, Conseiller de l'Institut de l'Entreprise - **Daniel VOILLEREAU**, Président Directeur Général de Finalion.

Les travaux du groupe ont bénéficié des interventions de :

MMrs **Pierre MOUSSA**, Président du Groupe Pallas - **Edouard de ROYERE**, Président Directeur Général de l'Air Liquide - **Didier PINEAU-VALENCIENNE**, Président du Groupe Schneider - **Pierre RICHIER**, Président Directeur Général d'Epeda Bertrand Faure - **Jérôme CALVET**, Direction du Trésor - **Olivier LECERF**, Président d'Honneur de Lafarge Coppée - **Jean-Luc GREAU**, Chef du Service Législatif du CNPF - **Pierre BALLEY**, Président de l'Association des Sociétés et Fonds Français d'Investissements - **Franz-Hesso zu LEININGEN**, Directeur de la Deutsche Bank Paris.

Le présent rapport a été établi par **Pierre VILAREM**, avec le concours de **Jean-Pascal TRANIE** et **Godefroy de NOAILLAT**.

| | |
|---|----|
| . L'organisation des pouvoirs | 26 |
| . Les relations de l'entreprise avec ses actionnaires | 28 |

IIIème PARTIE : LES PROPOSITIONS

| | |
|--|-----------|
| I. Des incitations fiscales pour la stabilité de l'actionnariat | 31 |
| . Incitations à la stabilité | 32 |
| . Incitations plus générales à l'investissement en actions - Des dispositions pratiques à court terme | 33 |
| II. Des aménagements du droit des sociétés visant à stabiliser l'actionnariat | 35 |
| . L'assouplissement de la loi sur les sociétés | 35 |
| . Mesures diverses concernant l'actionnariat | 36 |
| III. Projet d'entreprise et OPA | 37 |

Ière PARTIE : LE CONTEXTE GENERAL

1° UN VASTE MOUVEMENT DE RESTRUCTURATION :

1. Les conséquences de la libération des échanges et de la mondialisation de la concurrence :

Les bouleversements provoqués par les deux chocs pétroliers, le rééquilibrage des forces entre économies occidentales, l'émergence des nouvelles nations industrielles et l'ouverture des frontières ont projeté l'ensemble des entreprises sur un terrain de compétition élargi à l'ensemble du monde.

Dès lors, leur développement - qui, pendant la période de croissance forte et continue des "trente glorieuses", n'avait exigé d'autre politique que celle destinée à répondre aux besoins d'un marché intérieur porteur - suppose désormais la mise en oeuvre de véritables stratégies prenant en compte la dimension mondiale des marchés.

C'est dans ce contexte, et poussées par des exigences de compétitivité d'autant plus impérieuses qu'elles avaient à faire face à une concurrence également mondiale, que les entreprises se sont engagées dans une course à l'innovation technologique et dans la conquête de parts de marchés. On sait à quel point l'innovation a influé sur la qualité et la nature même des produits et des services, en même temps qu'elle a profondément marqué les techniques de production. Il n'est pas certain qu'on ait aussi bien mesuré les effets des stratégies de conquête de parts de marchés.

Un contexte aussi évolutif ne pouvait que privilégier les politiques de croissance externe. D'un effet immédiat dans la prise de parts de marchés, favorables à la recherche de synergies et d'économies d'échelle, elles permettent en outre d'accéder à la puissance industrielle et financière propre aux grands ensembles.

Toutefois, la diversification de plus en plus grande des marchés et l'impor-

tance des moyens financiers requis par la modernisation des équipements ont souvent mis les entreprises dans l'obligation de faire des choix et d'inscrire leur politique de croissance dans des stratégies de recentrage. La cession de tout ou partie des activités étrangères aux métiers de base est venue alimenter le marché des fusions-acquisitions. Cette remarque vaut également pour les opérations visant à la prise de contrôle de conglomérats suivie de la vente de certains de leurs départements (1).

Quoi qu'il en soit, une des conséquences majeures de la mise en oeuvre de ces diverses stratégies, à des fins de croissance externe ou de recentrage, par des techniques aussi variées que les fusions, absorptions, OPA, OPE, cessions d'activités..etc, a été de provoquer une **profonde restructuration du tissu industriel comme de la sphère financière**, à travers laquelle s'est dessiné un nouveau paysage économique. Le marché mondial des fusions-acquisitions a littéralement explosé dans les années 80, passant de 70 Mds de dollars en 1980 à 500 Mds en 1988, année au cours de laquelle près de 10.000 opérations ont été réalisées.

2. Il s'agit d'un phénomène mondial :

S'il a pris naissance sur les marchés anglo-saxons dès le début des années 80, c'est pour une large mesure en raison de l'importance et de l'activité traditionnelles de ces marchés, des mutations que la sphère financière y avait déjà subies, de la relative mobilité des capitaux et de la forte progression des cours boursiers.

La plupart des grands pays industrialisés ont suivi cette évolution. Même le Japon, pourtant peu coutumier de ces pratiques, a enregistré en 1988 des opérations portant sur 135 Mds de yens. Mais c'est encore aux Etats-Unis que le montant des transactions demeure le plus élevé, au point d'être supérieur à celui du reste du monde : 165 Mds de dollars de transactions "domestiques" contre 65 pour les opérations transfrontières et 56 pour les transactions réalisées à l'étranger par des sociétés étrangères.

En Europe, le nombre annuel des opérations de fusions-acquisitions, qui est déjà passé de 191 à 473 entre 1985 et 1988, tend à s'accroître dans la perspective du marché unique. Ainsi, la valeur des transactions transfrontières

(1) cf Perelman acquérant Revlon en 1985 pour 1,8 Mds de dollars et revenant peu après les activités santé pour 2 Mds, tout en conservant la principale, les cosmétiques.

en Europe s'est élevée à 30 Mds d'écus pour le premier semestre 1990, soit le double de celle enregistrée au cours du premier semestre de l'année précédente.

En France, le marché des fusions-acquisitions a longtemps fait preuve d'une assez grande atonie. Il a fallu attendre 1964 pour assister à la première OPA (Franco-Wyoming) suivie deux années plus tard de la tentative d'acquisition de Simca par Fiat, sans parler de celle restée célèbre de BSN sur Saint-Gobain. C'est de cette époque que date l'apparition d'une réglementation des OPA.

C'est en fait dans les années 80 que s'est réellement amorcée la montée en puissance du phénomène de restructuration. Les sommes engagées au titre de l'activité fusions-acquisitions sont passées de 30 Mds de frs en 1985 à 61 en 1986, 116 en 1987, 186 en 1988, et le nombre des seules offres publiques et négociations de blocs de contrôle réalisées sur la Bourse de Paris a été de 673 pour la période de 22 années allant de 1986 à 1988, mais de 126 pour la seule année 1988 et 87 pour l'année 1989, avec des montants très supérieurs à ceux du passé (cf Suez-Victoire, Midi-Paribas).

Dans le même temps, le volume des opérations réalisées par les sociétés françaises à l'étranger a lui même fortement augmenté, passant de 36 Mds de frs en 1986 à 52 Mds en 1987, 70 Mds en 1988, 80 Mds en 1989. Plusieurs de ces opérations ont été spectaculaires. Par exemple celles de Rhône Poulenc sur Rorer, RTZ et Gef, BSN sur Nabisco Europe, Bull sur Zenith, Michelin sur Goodrich, Pechiney sur ANC, Suez sur la Générale de Belgique (13 Mds). Pour le premier semestre 1989, la France figurait en première position en matière d'acquisitions transfrontières avec l'acquisition de 86 sociétés pour 4,1 Mds d'écus. Et pourtant, avec un stock d'investissements hors frontières et dans les pays de l'OCDE de 276 Mds de frs, les entreprises françaises demeurent six fois moins présentes à l'étranger que les américaines, trois fois moins que les britanniques et deux fois moins que les allemandes.

3. Un phénomène qui touche de plus en plus les activités industrielles :

- " L'offre d'achat de ATT sur NCR venant après celles de Matsushita sur NCA
- " et de Northern Telecom sur STC montre....que les OPA se sont transformées.
- " Finies les méga-OPA qui se chiffraient en dizaines de Mds de dollars et
- " répondaient essentiellement à des motivations financières.

" Aujourd'hui l'effondrement du marché des junk-bonds, les difficultés des
 " banques américaines... bref la fin de l'argent facile, ont profondément
 " bouleversé le paysage, mettant les financiers hors-jeu.... Désormais ce
 " sont les industriels qui mènent le bal... Les OPA répondent à de véritables
 " mobiles stratégiques... Seules les sociétés pouvant fournir une part impor-
 " tante du financement en fonds propres peuvent aujourd'hui intervenir dans
 " le mouvement des fusions-acquisitions. La sélection par l'argent est impi-
 " toyable. Et ce sont les blue-chips de l'industrie mondiale, comme ATT et
 " Matsushita, qui vont tirer les marrons du feu" (P.Lamm- Les Echos - 4.XII.90).

Si les grands noms de l'industrie mondiale, comme ceux qui ont inspiré cet article, mènent aujourd'hui le bal, il ne faut pas pour autant sous-estimer les restructurations qui s'effectuent chaque jour à des niveaux plus modestes, sous forme d'acquisitions-fusions comme de partenariat, et dont l'ampleur, du fait de leur nombre, est considérable. A titre d'exemple, la même édition du quotidien précité nous informe : d'un accord Bull et FCO pour la mise en commun de leurs activités production de cartes, d'un accord Heuliez-Mercédès pour la production de certains types d'autobus, d'un accord Fiat-Foster-Wheeler pour la construction en joint-venture de centrales électriques, de l'acquisition par Perkins-Food d'une affaire hollandaise et d'une affaire britannique spécialisées dans la fabrication de produits surgelés, de l'acquisition par Alcatel Câbles d'une société britannique spécialisée dans la fabrication de câbles pour l'électronique, en même temps que Labinal rachète l'activité câbles électriques de Fiat. Et il en va ainsi tous les jours...

4. Le rôle de l'internationalisation des marchés de capitaux et l'explosion des innovations financières :

↳

Avant d'être elle-même touchée par le phénomène de restructuration, la **sphère financière** avait déjà fait l'objet d'une profonde mutation. Sans elle, le paysage industriel n'aurait pu évoluer comme il l'a fait.

La libéralisation des mouvements de capitaux a eu pour effet un développement considérable du marché international des changes, dont l'activité brute quotidienne s'est élevée en 1989 à 900 Mds de dollars (600 Mds nets), certains pays ayant vu leur activité doubler en l'espace de trois années. Le marché des financements internationaux voyait la même année son encours porté à 3.530 Mds de dollars, 152 Mds de nouveaux crédits bancaires en eurodevises étant accordés, essentiellement au sein du monde occidental, soit 50%

de plus que l'année précédente.

Cette libéralisation a eu pour effet d'intensifier la concurrence entre les places et les établissements financiers, en même temps qu'elle provoquait un vaste mouvement de dérégulation.

Il en est résulté un foisonnement en matière d'offre créatrice dans le domaine des produits - y compris ceux offerts par les entreprises - comme dans celui de l'accompagnement financier ou des instruments de couverture des risques. Ainsi ont été mis au point et développés divers produits qui permettent aux entreprises d'augmenter leurs fonds propres ou quasi fonds propres pour accroître leurs capacités d'intervention (actions sans droit de vote, dette subordonnée, dette perpétuelle, obligations ou emprunts à warrants d'actions), ainsi que des techniques diverses à effet de levier (LBO, Junk-bonds). Ainsi, pour assurer de plus larges possibilités d'endettement et de couverture de risques d'endettement, les grandes places ont-elles développé diverses techniques nouvelles telles que les swaps de devises et de taux, les contrats à terme.

Il en est également résulté un vaste mouvement de regroupements, entraînant la quasi disparition de certains intermédiaires. Après les récents achats de Boscher par la BNP et de Gorgeu Perquel et Krucker par le Crédit Lyonnais, il ne reste ainsi plus en France qu'une dizaine de sociétés de Bourse qui soient encore indépendantes ⁽¹⁾ contre 61 en 1987.

Une des conséquences de l'ouverture des marchés et de la mise en place de nouveaux produits auxquelles sont venues s'ajouter les mesures de privatisation a été de provoquer un développement sans précédent de l'activité boursière dans la plupart des pays. En France par exemple :

- . entre 1980 et 1987, le nombre de porteurs de valeurs mobilières a été multiplié par cinq (9,5 millions au lieu de 1,7)
- . entre 1980 et 1989, le volume des transactions à la Bourse de Paris est passé de 60 à 712 Mds de frs sur le marché des actions et de 64 à 3.309 Mds sur celui des obligations.

Cette évolution méritait d'être notée :

(1) Sont considérées comme indépendantes les sociétés de bourse qui n'ont pas d'actionnaire majoritaire de référence

- . D'abord parcequ'elle traduit une plus grande mobilisation de l'épargne vers les entreprises, offrant à celles-ci de meilleures perspectives de financement. Ainsi, la part du financement réalisé par le marché par rapport à celui réalisé sous forme d'emprunts bancaires est passé de 25% en 1983 à 60% en 1988 et 40% en 1989.
- . Ensuite parce que le décuplement sur dix ans de l'activité boursière de la place de Paris renforce la position de celle-ci - encore loin derrière celle de Londres il est vrai - dans la perspective européenne, et qu'il est l'amorce d'un climat favorable à la poursuite des opérations liées au mouvement de restructuration.

5. Un phénomène inscrit dans la durée :

Phénomène mondial, amplifié par l'internationalisation des marchés de capitaux et des techniques financières, la restructuration du tissu industriel subira sans doute les conséquences que les événements brutaux et inattendus qui viennent d'éclater - réunification de l'Allemagne, libération et ouverture des économies des Pays de l'Est, crise du Proche-Orient - ne manqueront pas d'avoir sur le paysage politique, économique et industriel.

Il n'empêche que nous sommes en présence d'un phénomène **inscrit dans la durée** : l'accélération de l'innovation technologique, avec notamment la prise en compte des problèmes liés à l'environnement, le nouvel élargissement des frontières du monde occidental, la reconstruction de l'Europe de l'Est, le renforcement de la Triade, le nécessaire développement du Tiers-Monde, sont autant de perspectives justifiant la poursuite d'un mouvement de restructuration dont l'ampleur pourrait être considérable.

Le manque actuel de visibilité à court terme ne doit pas masquer cette donnée essentielle qui justifie plus que jamais la mise en oeuvre de stratégies à long terme.

Mais, face au mouvement irréversible de restructuration, que vaudraient ces stratégies, dont la mise en oeuvre s'inscrit par définition dans la durée, si l'entreprise n'était pas assurée, également dans la durée, d'une **stabilité suffisante de son capital** ? Qu'advierait-il, en d'autres termes, du projet global de l'entreprise si son capital n'était pas structuré de façon à la préserver autant que faire se peut contre les risques de déplacement de

ses centres de décision que ne manquerait pas de provoquer une prise de contrôle extérieur ? En notant que ce risque peut aller jusqu'à peser sur l'économie nationale toute entière en cas de prise de contrôle par des intérêts étrangers.

II° LA SITUATION DES ENTREPRISES FACE AU MOUVEMENT DE RESTRUCTURATION :

C'est dans le cadre d'un système qui lui est propre et qui tient à des sensibilités économiques, politiques et sociales, à sa culture et à son histoire, que chaque pays s'est trouvé confronté aux problèmes liés à la mondialisation de la vie économique et financière et aux restructurations qui en découlent.

1. Les défenses "naturelles" du tissu capitalistique des grands pays industrialisés :

Rompus aux pratiques libérales, **les pays anglo-saxons** ont depuis longtemps assimilé et joué les règles capitalistiques qui favorisent les restructurations et facilitent les processus de concentration. Ils ont pris dans ce domaine des décennies d'avance, mises à profit pour créer au fil des temps un grand nombre de groupes dont la dimension les met à l'abri des conséquences du jeu libéral : IBM, G.M, Dupont de Nemours pour n'en citer que quelques uns, ou British American Tobacco pour sortir des cas d'école, sont aujourd'hui hors de portée de tout actionnaire à volonté dominante. Il n'est pas étonnant dans ces conditions que sur les 70 premières sociétés mondiales (base chiffre d'affaires) on compte une très grande majorité d'américaines et de britanniques. Et il n'est pas davantage surprenant de constater que les entreprises anglaises, qui acquièrent trois fois plus d'actifs à l'étranger qu'elles n'en cèdent chez elles, soient devenues les premiers acheteurs d'affaires au monde.

Tout en jouant le jeu libéral, **le système allemand** dispose d'une auto-protection socio-culturelle et juridique. Dans un évident consensus social, la solidarité dans l'organisation et la défense des affaires fait que les fusions-acquisitions ne s'y réalisent guère qu'à l'amiable. Comment pourrait-il en être autrement quand il faut une majorité des trois-quarts pour remplacer un Conseil de Surveillance ? Et que, partie prenante à ces Conseils, les Syndicats collaborent d'autant plus à la défense du projet de l'entre-

prise que dans les réserves de celle-ci figurent les fonds, très importants, de retraite complémentaire des salariés ? Sans oublier que les statuts prévoient le plus souvent qu'aucun actionnaire, quel que soit le nombre de ses titres, ne peut détenir plus de 5% des droits de vote. Et qu'une Loi de 1937 sur le dépôt des titres autorise les Banques, souvent elles-mêmes actionnaires de référence, à utiliser comme elles le souhaitent les droits de vote de leurs clients en l'absence de directives de ceux-ci.

Le système protecteur des **Pays-Bas** résulte du droit des sociétés et du contexte coutumier, et les entreprises ont à leur disposition toute une série de mesures dissuasives qui vont de la gestion dans le cadre d'une Fondation contrôlée à la possibilité d'émettre des actions préférentielles à tous moments. Rappelons, à titre d'exemple, que dix actions prioritaires possèdent la totalité des droits de vote dans Philips NV qui compte pourtant 260 millions d'actions à son capital.

La Suisse protège ses entreprises en limitant le droit de vote aux seules actions nominatives (70% des actions), elles mêmes réservées aux nationaux. Certaines actions nominatives sont même "liées", c'est à dire ne peuvent être cédées sans le consentement de la société. Dispositions auxquelles s'ajoute la limitation souvent apportée par les statuts à partir de laquelle le droit de vote est attribué : Il faut ainsi détenir 2% des actions chez Geigy et Sandoz, 3% chez Nestlé, pour avoir le droit de vote. Ce manque d'ouverture commence d'ailleurs à poser des problèmes de réciprocité.

Le système italien est caractérisé par la domination de l'Etat d'un côté, de quelques groupes familiaux de l'autre. Ainsi, pour ce qui concerne les seules actions des 211 entreprises cotées, 50% sont détenues par des groupes familiaux (Agnelli, Gardini, Pirelli, Pesenti, de Benedetti, Berlusconi...). Pour le reste, 25% sont entre les mains des deux sociétés d'Etat IRI et ENI, et 20% sont détenus par les Assurances Generali. Peu de banques importantes relèvent du secteur privé.

Le climat socio-culturel du **Japon**, dont une des manifestations est une grande fidélité à l'entreprise alliée à un sentiment d'appartenance nationale très poussé, est à l'origine d'un système très particulier. Ce système a engendré un inextricable filet de participations réciproques, caractéristique d'un tissu industriel très imbriqué dans l'orbite de quelques grands groupes et dans un maillage étroit avec le monde bancaire. Un filet qui, plus encore que l'exercice par le Ministère des Finances d'un pouvoir qua-

si discrétionnaire, rend toute pénétration étrangère impossible si elle n'est pas expressément souhaitée. Et ce d'autant plus que, pour ce qui concerne les sociétés cotées, et du fait des innombrables participations croisées, le flottant des titres, d'ailleurs surévalués, n'excède pas 30% du total des actions émises.

Ainsi, chacun de nos grands pays concurrents s'est-il doté, avec l'esprit inventif qui lui est propre, d'un système capable de créer ses "anti-corps", ses armes dissuasives, aussi efficaces que des mesures discriminatoires.

2. La vulnérabilité du tissu capitalistique français :

En France, et en dépit de l'importance attribuée par la presse financière aux liens existants entre certains grands groupes, la structuration de notre tissu capitalistique apparaît fragile par rapport à celle des grands pays concurrents pour des raisons qui tiennent à la place qu'a longtemps occupée l'Etat dans la vie économique et aux caractéristiques de l'épargne française et de sa protection.

a. L'importance des interventions de l'Etat dans la vie des entreprises :

Pendant des décennies, les entreprises françaises ont vécu dans un contexte où la multiplicité et l'intensité des interventions étatiques rendaient plus difficiles les structurations du capital, tout en assurant une protection du tissu capitalistique français contre les interventions extérieures, protection rendant les structurations apparemment inutiles. L'Etat était au centre du système de protection des entreprises né du génie national, de sorte que le capitalisme n'a pas engendré naturellement, en France, les anticorps aux aléas du marché qui se sont développés ailleurs.

L'importance du secteur nationalisé a freiné la structuration du tissu capitalistique français, les entreprises publiques n'intégrant pas, par construction, ce type de problème dans leur stratégie. D'autre part, les entreprises privées ont hésité devant des prises de participation significatives d'entreprises nationalisées à leur capital, craignant une imixtion de la puissance publique dans leurs affaires. Les règles du jeu étant différentes, l'harmonisation des décisions stratégiques entre une structure qui court des risques et une autre protégée paraissait diffi-

cile. Cette réserve des entreprises privées s'est trouvée élargie dans son champ et accentuée dans ses effets dans les années 70 avec la perspective d'une extension du secteur public ouverte par le programme commun de la gauche.

En particulier, tout le secteur financier s'est trouvé à certains moments nationalisé ou menacé de nationalisation. De ce fait, pendant plusieurs décennies, la structuration du tissu capitalistique français par la mobilisation des ressources de ce secteur (selon le modèle allemand) a été très limitée.

La situation a considérablement évolué au cours des dernières années du fait des privatisations, de la règle du "ni nationalisation ni privatisation", et surtout de la complète autonomie de gestion donnée aux dirigeants des entreprises nationalisées et de l'attachement aux règles du marché tant de leurs dirigeants que des pouvoirs publics. Mais il reste que la France a pris un certain retard dans la structuration du capital des entreprises par rapport à ses voisins. Un retard qu'il lui faut combler à marches forcées.

Le contrôle des changes a pendant plus de 40 ans offert aux entreprises françaises une défense efficace contre toute prise de contrôle hostile par des intérêts étrangers. A l'abri de cette ligne Maginot et de règles tacites de non agression franco-française, les entreprises n'ont pas éprouvé le besoin d'organiser leur capital. Ici encore la situation a singulièrement évolué. Mais le sentiment demeure, ici ou là, que les pouvoirs publics ne resteraient pas indifférents à la prise de contrôle de certaines entreprises fleurons, ce qui contribue à retarder certaines mobilisations capitalistiques qui seraient pourtant nécessaires.

Enfin, **la rentabilité** des entreprises françaises est longtemps restée très dépendante des interventions de l'Etat : contrôle des prix et aides financières de tous genres pouvaient influencer son évolution, positivement ou négativement. Il n'était guère aisé dans ces conditions de créer un véritable intérêt capitalistique de longue période, indispensable à la structuration de l'actionariat.

b. Les caractéristiques de l'épargne et de sa protection en France :

Pendant des décennies, les entreprises, le capitalisme et la Bourse ont

été considérés avec suspicion, sinon hostilité, par une large partie de l'opinion publique en France. Il était dans ces conditions bien difficile d'orienter une large part de l'épargne nationale vers le capital du secteur productif. La situation a sensiblement évolué au cours des dernières années, et les français sont aujourd'hui conscients du rôle fondamental que jouent les entreprises dans le développement économique. Les incitations fiscales en faveur des investissements en actions à partir de 1978, la valorisation du marché de Paris depuis 1982 et les progrès accomplis par la réglementation des activités boursières et la protection de l'épargne ont orienté vers la Bourse toute une génération nouvelle d'actionnaires. Mais ces progrès restent fragiles et n'ont pas encore permis de disposer d'un actionariat national aussi large ou aussi stable que dans les pays anglo-saxons.

Ajoutons **la faible présence de l'épargne institutionnelle stable** dans les entreprises privées. Notre pays souffre à cet égard de l'absence de fonds de retraite puissants du fait de notre choix pour un système par répartition, alors que, fondés sur le principe de la capitalisation, les systèmes de la plupart des autres pays ont engrangé des réserves souvent considérables, parfois gérées par les entreprises elles-mêmes (cf Allemagne). On sait également le poids que représentent les Pension Funds dans l'actionariat des entreprises aux USA ⁽¹⁾. Il n'est naturellement pas question ici de discuter ce choix, qui a ses raisons, qui constitue aux yeux des français un acquis social irréversible, et qui ne saurait d'ailleurs être mis en cause pour des raisons techniques. Mais tout ce qui pourrait être fait pour compléter ce système de répartition par des régimes de capitalisation serait à l'évidence favorable à l'apparition d'un actionariat institutionnel stable.

Enfin, **le développement des OPCVM** est assez paradoxalement un facteur de fragilisation de l'actionariat des entreprises. Sans doute SICAV et Fonds Communs de placement ont-ils contribué à orienter l'épargne des ménages vers les entreprises et à multiplier le nombre des actionnaires en France. Mais leurs prises de participation sont structurellement volatiles. Ces organismes sont en effet jugés en fonction de leurs performances qui sont commentées tous les mois par la presse spécialisée. Ceci les condamne à une gestion à court terme, plus attentive aux fluctuations des cours des entreprises au gré de la conjoncture et des événements ponctuels qu'à des

(1) cf rapport de l'Institut de l'Entreprise "Epargne des ménages et compétitivité des entreprises" (nov.1989)

placements de longue période fondés sur la confiance dans un projet d'entreprise. La publication mensuelle du classement des performances a sur les gestionnaires de l'OPCVM le même effet que la publication des résultats trimestriels sur les managers des compagnies américaines : elle condamne à la myopie, qui se traduit ici par une rotation rapide des portefeuilles. Or les OPCVM se substituent peu à peu aux actionnaires individuels qui, naguère, conservaient toute une vie des titres de blue chips français avant de les léguer à leurs enfants.

Les règles édictées non sans raison par la COB pour protéger l'épargne des porteurs de parts des OPCVM ne peuvent qu'aggraver encore la volatilité des placements de ceux-ci. Un gérant qui déciderait de ne pas apporter ses titres à une OPA ne serait-il pas critiquable, même s'il a de bonnes raisons économiques de suivre le conseil du management de l'entreprise concernée qui le lui recommanderait ? Et au delà des OPCVM, les responsables de toute société cotée ou de toute compagnie d'assurances actionnaire d'une entreprise objet d'une OPA ne pourraient-ils pas être critiqués par leurs actionnaires ou leurs assurés s'ils ne cédaient pas les titres de cette entreprise ? La défense de la petite épargne risque ainsi de conduire, de proche en proche, à la destabilisation de l'actionnariat.

III° L'URGENCE D'UNE EVOLUTION DE LA SITUATION EN FRANCE :

Parce qu'il avait pour particularité d'être fondé sur la protection de l'Etat concrétisée par des mesures réglementaires et discrétionnaires destinées à "contrôler" toute velléité d'intrusion dans le tissu national, le système français s'est trouvé disqualifié dès lors que notre pays a accepté les règles du jeu libéral découlant de la mondialisation des échanges et de l'ouverture des frontières.

L'acceptation des nouvelles règles du jeu a conduit ipso facto à un processus de dérèglementation. Et ce de façon définitive, étant donné le caractère irréversible du mouvement de mondialisation. On notera au passage que c'est bien dans cette perspective que se sont placés les partenaires de la Communauté, dont la France est un des acteurs les plus déterminés, en poussant à la création d'un pôle européen par la construction d'un marché unique. Et que ce faisant, notre pays s'est engagé dans un processus lui même irréver-

sible dont la réalisation du marché européen des capitaux est une des premières illustrations.

Notre système de protection étatique ayant disparu, il s'ensuit que nos entreprises sont placées dans une situation de vulnérabilité par rapport à leurs concurrentes étrangères. Sans doute la responsabilité de cette situation leur incombe-t-elle pour une part. Pour avoir cru à la pérennité d'un système à l'abri duquel elles avaient si longtemps vécu, certaines d'entre elles se sont privées des techniques et moyens offerts par notre cadre juridique pour organiser leur propre protection ou, à tout le moins, atténuer leur vulnérabilité. Il n'empêche que la disparition du système construit par l'Etat a mis en évidence des lacunes graves, autrefois sans conséquences, qu'il faudrait combler sans délai.

Peut-on raisonnablement contester cette vulnérabilité au prétexte que les attaques conduites contre des entreprises françaises ont été jusqu'à présent beaucoup moins nombreuses que celles menées par celles-ci à l'étranger ? Ne nous leurrions pas. Il ne s'agit là que d'une rémanence de l'omniprésence antérieure de l'Etat : la traditionnelle magistrature d'influence du ministère des finances, le gel du problème de la place des entreprises publiques dans le monde concurrentiel, ont pu créer un climat d'incertitude suffisamment dissuasif pour éloigner certains investisseurs potentiels. Mais ce climat ne saurait durer très longtemps. Quant au contrôle par l'Etat d'une part importante des activités du secteur concurrentiel qui constitue encore aujourd'hui un élément de protection, il est très probablement lui aussi temporaire. Notre système va être progressivement remis en cause par les règles résultant de l'ouverture des frontières et des échanges, mais également, indépendamment des règles du jeu, par les enjeux eux-mêmes : les exigences de la compétition mondiale conduiront tôt ou tard à des besoins de financement incompatibles avec les contraintes du budget de l'Etat et déboucheront de ce fait, sinon sur des privatisations, si celles-ci sont écartées pour des raisons politiques, au moins sur une large ouverture au secteur privé de l'actionnariat de ces entreprises. Le décret d'avril 1991, qui autorise, sous certaines conditions, l'ouverture du capital des entreprises publiques dans la limite de 49,9%, consacre cette évolution.

Pragmatiques, les systèmes de nos principaux pays concurrents - dont toutes les forces économiques se mobilisent d'autant mieux que leurs préoccupations sont communes et qu'elles obéissent aux mêmes règles de marché - ont secré-

té des défenses naturelles à travers lesquelles ces systèmes se perpétuent, même s'ils peuvent évoluer au gré de la conjoncture. Ainsi ont pu se développer des situations protectrices **de fait** derrière lesquelles les entreprises peuvent se tenir à l'abri du mouvement de restructuration, tout en conservant une grande faculté d'adaptation.

Parce qu'il n'était que réglementaire et dépendait du seul arbitre de l'Etat, notre système protecteur s'est trouvé progressivement mis hors-jeu dans ses principes mêmes. Face à leurs concurrentes, nos entreprises se sont trouvées placées dans une situation de grande vulnérabilité **sans y avoir été préparées**. Il convient de remédier aussi rapidement que possible à cette situation.

Par quels moyens peut-on espérer combler ce vide laissé par la disparition de notre système étatique ? Ce sera l'objet de la seconde partie de ce rapport.

II^{ème} PARTIE : CONDITIONS, OBSTACLES ET MOYENS POUR UNE STRATEGIE DU CAPITAL ET DE L'ACTIONNARIAT

Toute idée de retour à une protection étatique doit être abandonnée compte tenu des engagements européens et internationaux pris par notre pays. C'est par conséquent aux entreprises qu'il appartient désormais de conduire des stratégies efficaces contre la vulnérabilité de leurs structures capitalistiques.

Pour ce faire, elles doivent trouver dans le cadre juridique du droit des sociétés, si besoin amélioré, **les moyens d'organiser leur propre protection**. Il y a dans cette formulation le souhait d'une grande souplesse, tant il est vrai que c'est à chaque entreprise qu'il appartient de définir sa propre stratégie du capital et de l'actionnariat. La diversité qui peut en résulter n'exclut cependant pas que toutes les stratégies doivent répondre à certaines **conditions**, qu'elles sont toutes confrontées aux mêmes **obstacles** et qu'elles ont toutes à leur disposition une série de **moyens** communs.

I° LES CONDITIONS :

1. Une stratégie du capital et de l'actionnariat doit tendre vers la recherche d'une certaine stabilité :

C'est une **nécessité** qui découle :

De la **logique entrepreneuriale** : L'entreprise est un **projet**. Mais ce projet n'a de signification que pour autant qu'il recueille l'adhésion d'une communauté faite de ceux qui apportent les uns leur concours financier, les autres leurs capacités de travail. Et sa réalisation suppose un minimum de solidarité et de participation au sein de cette communauté.

Que vaudrait dans ces conditions le projet, si la communauté qui s'est fa-

çoncée autour de lui subissait des contraintes ou était en proie à des conflits d'intérêts tels qu'elle ne soit plus en mesure de le conduire à son terme ? Or ce projet procède :

De la logique industrielle ⁽¹⁾ qui préside à l'activité entrepreneuriale : La réalisation du projet d'entreprise s'inscrit nécessairement **dans la durée**. Elle induit en effet une succession d'actions dont chacune requiert du temps, beaucoup de temps même pour certains types d'activités ou de produits (cf aéronautique, tunnel sous la Manche). C'est le temps de la recherche, qui précède celui de son application, c'est le temps de la mise en place des investissements de production, celui de l'organisation des réseaux de distribution et du lancement des produits sur le marché, sans compter le temps de la constitution des équipes et de la formation des hommes, d'autant plus contraignant que l'évolution des techniques exige des efforts permanents de recyclage.

Ainsi, le lancement sur le marché d'une automobile de série intervient au plus tôt trois ou quatre ans après la décision stratégique initiale. Et combien de temps faudra-t-il y ajouter pour parvenir à la réussite, c'est à dire constater la rentabilité du projet ? Sans compter les cas où l'amplitude de cycles économiques ne permet de la mesurer que sur longue période (cf chimie ou aluminium).

Une communauté engagée dans la réalisation d'un projet inscrit nécessairement dans la durée implique par conséquent **une certaine permanence des éléments qui la composent :**

- d'une part **les équipes au travail**, étant observé que l'intérêt qui les guide et leur motivation ne sauraient s'accomoder d'incertitudes sur le devenir de l'entreprise. Le développement d'un véritable esprit d'entreprise indispensable pour assurer la mobilisation de tous au service d'un projet commun, la promotion de la participation et de l'intéressement qui soudent les équipes, impliquent une forte stabilité des stratégies, des objectifs.
- d'autre part **les actionnaires**, étant observé qu'il s'agit certes des personnes, mais que pris individuellement, et quelle que soit la force de l'affectio societatis, leurs intérêts immédiats peuvent les faire

(1) Cette logique concerne toutes les activités, aussi bien industrielles que de services, de banque, commerce, assurances, qui doivent poursuivre des stratégies et des politiques de long terme

succomber aux pressions de la conjoncture, ce que traduit le jeu normal et quotidien des transactions. Remarquons au passage que la synonymie entre cotation et liquidité implique, pour une société cotée, que ses titres donnent lieu à un minimum de transactions. Ce qui est important, c'est le pouvoir de décision dont ces personnes disposent. C'est ce que nous avons voulu traduire en parlant d'abord d'une **certaine** stabilité du **capital**, ensuite de **l'actionnariat** au sens large.

La nécessité d'un capital et d'un actionnariat stables découle enfin :

De la logique financière : L'impératif de compétitivité exige de la part des entreprises une recherche constante d'amélioration de la qualité des produits. Exigence qui implique un effort permanent de modernisation des techniques et des moyens de production.

On sait que dans ce domaine les entreprises françaises ont, à partir du milieu de la décennie 70 et du fait de la chute de leur profitabilité, pris sur certaines de leurs concurrentes un retard qui n'a fait que s'accumuler pendant dix années consécutives; et que si ce retard a commencé à se réduire depuis quelques années, il est encore loin d'être comblé.

Nos entreprises sont ainsi condamnées à un rythme accéléré d'investissement. C'est dire que dans la plupart des cas il leur faudra investir pour des montants bien supérieurs à ceux qu'autorisent leurs capacités d'autofinancement, d'autant que celles-ci sont encore modestes si on les compare à celles de nombre de leurs concurrentes. Les conséquences de la politique d'endettement pratiquée à une époque où les taux d'intérêts réels étaient négatifs ajoutées à celles des premiers chocs pétroliers et de la chute des marges au début des années 80 n'ont pas complètement disparu, malgré le net rétablissement amorcé en 1985. Et l'amélioration des capacités d'autofinancement qui en est résulté n'a pas encore permis une reconstitution des fonds propres telle que les entreprises puissent songer à accroître leur endettement; a fortiori à un moment où les taux d'intérêts sont aussi élevés. La détérioration des taux de marge, d'épargne et d'autofinancement, qui a accompagné le ralentissement économique engagé en 1990 a de nouveau mis en évidence le besoin de fonds propres des entreprises françaises.

Ainsi, l'effort redoublé d'investissement auquel les errements du passé condamnent nos entreprises repose sur **la capacité de celles-ci à mobiliser leur actionnariat.**

2. Au niveau de son capital, l'entreprise doit rester soumise aux lois et incertitudes du marché :

Les motivations de l'épargnant qui investit dans le cadre du libre jeu du marché des actions ou des obligations obéissent à la logique du système économique capitaliste. De sorte que, même lorsqu'ils sont dictés par des objectifs à terme alliant la recherche de la sécurité à celle du rendement, ses choix initiaux n'excluent ni les possibilités d'arbitrage (auxquelles peuvent inciter les conjonctures générale ou sectorielles, les performances d'entreprises ou l'attraction particulière de certaines émissions), ni les opportunités de "prise de bénéfices" que peut offrir l'évolution des cours.

C'est dans ce dernier cas de figure que se situent les OPA. Elles peuvent séduire l'actionnaire par la perspective d'une valorisation immédiate de son patrimoine au détriment de l'accompagnement de l'entreprise sur longue période, même si le calcul montre que sur un certain délai la conservation des titres eût été plus payante ⁽¹⁾. Cette tentation existe au point que la seule publication de la liste des valeurs "opéables" en arrive à exercer une influence sur le choix des investisseurs en les incitant à la spéculation sur l'opéabilité d'une entreprise plutôt que sur ses perspectives de développement. Sans doute cette attitude engendre-t-elle certains désordres. Ils font partie du jeu normal du marché et de ses incertitudes. **On notera d'autre part que la menace d'OPA constitue, comme d'ailleurs la concurrence à laquelle le marché soumet l'ensemble des titres cotés, une forte incitation au choix de bonnes stratégies et à l'optimisation de la gestion des ressources de l'entreprise. Le marché est et doit rester un instrument de sanction des mauvaises stratégies et des mauvaises gestions, c'est à dire des managements inefficaces.**

Plus sensible que tout autre aux événements de tous ordres (quand il ne les anticipe pas), enregistrant des mouvements résultant aussi bien d'études d'experts que de réactions d'ordre psychologique, le marché des titres est par essence fluctuant et volatile.

Il faut donc trouver un juste équilibre entre la stabilité par nécessité du capital et l'instabilité par nature du marché, sachant que :

- la stabilité n'est pas synonyme d'immobilisme, lequel s'oppose au libre

(1) Etude Vie Française janvier 1990

jeu du marché, freine tout développement de l'entreprise et contrarie le besoin de mobilisation des hommes,

- qu'elle ne doit pas être recherchée comme un **élément de confort** ou comme **une protection de l'inéfficacité** ou un **facteur d'irresponsabilité**,
- et que les mécanismes à mettre en place doivent tenir compte de l'ensemble des intérêts en jeu **y compris ceux des minorités**.

II° LES OBSTACLES :

Il ne s'agit pas de traiter ici des insuffisances des politiques des entreprises, faute pour elles d'utiliser les moyens dont elles disposent, mais des obstacles à la mise en place de stratégies dont nous venons de voir qu'elles supposent une certaine stabilité du capital et de l'actionnariat, en dépit du caractère instable du marché.

1. **La situation de l'épargne** : Elle est importante dans la mesure où elle affecte le comportement de l'épargnant-actionnaire, élément clé de la stratégie, dont on attend qu'il accompagne l'entreprise.

Il s'agit ici de l'épargne des ménages, qui s'est très sensiblement dégradée depuis une quinzaine d'années (de 20.2% du revenu disponible en 1975, son taux est tombé à 12.3% en 1989). L'analyse qu'en a faite le rapport "Epargne des ménages et compétitivité des entreprises" montre que l'amélioration de cette situation passe par des mesures dont les effets ne peuvent intervenir qu'à long terme. Il faudra du temps pour passer de la société de consommation qui prévaut aujourd'hui à une société qui aura restauré les valeurs de l'épargne et de l'investissement. Il faudra du temps pour redonner à la préparation de l'avenir une place significative par rapport à la préférence pour le présent.

Or c'est dans un contexte de pénurie de cette nature que l'épargnant est le plus attentif au rendement immédiat de ses placements. Il l'est d'autant plus aujourd'hui qu'à la rareté de l'épargne s'ajoutent les incertitudes liées à la conjoncture économique. On comprend dès lors le succès considérable que rencontrent actuellement les SICAV de trésorerie. Elles sollicitent l'épargnant - et l'actionnaire - qui souhaitent prendre une position d'attente

dans une situation de liquidité tout en profitant d'une rémunération à court terme très avantageuse. Leur succès et le niveau des taux d'intérêts qui l'explique, traduisent bien la faiblesse de l'épargne et la formidable préférence des français pour le présent.

En celà, la situation actuelle de l'épargne, inséparable d'un contexte économique qui incite à des positions de court terme, contient sans aucun doute des éléments difficilement maîtrisables de déstabilisation de l'actionnariat.

2. Une concurrence de plus en plus vive dans l'offre de produits : Ce que nous venons de dire des SICAV de trésorerie en est une illustration. Mais d'autres produits nouveaux apparaissent tous les jours, comme le PEP ou des produits de plus en plus nombreux de capitalisation et de prévention, qui détournent l'épargne individuelle de l'actionnariat. Et ce d'autant plus que certains de ces produits s'accompagnent d'avantages fiscaux non négligeables. A ce titre, il convient de noter :

3. La disparité de traitement fiscal des produits et revenus financiers qui pénalisent les actions, qu'il s'agisse de leurs revenus ou des plus-values que leur cession peut générer.

Il est à cet égard paradoxal que la masse financière la plus importante que le système fiscal favorise soit constituée d'épargne à court terme (livrets de Caisses d'épargne et SICAV de trésorerie notamment), alors que c'est l'épargne longue qui permet le développement de l'appareil productif et qu'elle donne de surcroît, dans le cadre du marché européen et de la libre circulation des capitaux, une meilleure sécurité de localisation.

4. Le développement de l'épargne collective : En 1980, les actions de SICAV et les parts de Fonds Communs entraient dans le patrimoine financier des ménages pour 1,7%. En 1988 ils en représentaient 11,2%. Ce succès incontestable, qui place aujourd'hui la France largement en tête des pays européens pour cette forme d'épargne, a sans doute été favorisé par des mesures du type Loi Monory et du CEA Delors, mais tient aussi au fait que l'ampleur et la rapidité des évolutions du marché échappent de plus en plus à la compréhension du petit épargnant. A défaut de pouvoir faire appel aux services personnalisés d'un gérant de fortune, il a été séduit par cette formule de gestion collective à travers laquelle des professionnels lui offrent l'accès aux produits les plus sophistiqués en même temps que les avantages d'une large diversification.

Un nouveau marché s'est créé, qui a pris une ampleur considérable (1.400 Mds de frs d'encours fin 1989) et sur lequel se livre une concurrence acharnée (950 SICAV aujourd'hui).

Mais la SICAV n'ayant d'autre projet que la recherche d'une rendement maximum qui lui permettra de figurer en tête de sa catégorie pour la plus-value de ses titres, il n'y a entre elle et ses actionnaires d'autres liens que des liens impersonnels d'ordre purement financier. Comme d'autre part les titres des SICAV, dont la valeur liquidative est donnée tous les jours, offrent les avantages d'une disponibilité immédiate, c'est en fait un produit d'épargne qui a toutes les caractéristiques d'un placement à court terme.

Théoriquement, la substitution d'un actionnariat collectif à un actionnariat individuel dans le capital d'une entreprise devrait être un élément de stabilité de ce capital. Nous avons vu au chapitre précédent que les OPCVM ne pouvaient être considérés comme un actionnariat stable, en raison non seulement de la finalité de leur propre gestion, mais aussi des contraintes résultant du droit boursier au regard de la responsabilité de leurs gestionnaires.

5. **Le nombre relativement élevé des entreprises cotées** (1.224)⁽¹⁾ par rapport à ceux de pays comme l'Allemagne (500), les Pays-Bas (260), l'Italie (211) ou même le Japon, **et leur faible capitalisation** offrent aux investisseurs étrangers un accès plus large au capital des entreprises françaises.
6. **Une insuffisante connaissance de l'actionnariat** : L'existence de titres au porteur constitue un obstacle à une bonne connaissance et au suivi de l'actionnariat⁽²⁾. Cette remarque vaut principalement pour les entreprises dont le capital très réparti (parfois plusieurs centaines de milliers d'actionnaires) est détenu, comme c'est le cas le plus fréquent, par une majorité d'actionnaires "au porteur". Dépendant du "ramassage des pouvoirs" par les établissements dépositaires, la connaissance de cet actionnariat ne peut être qu'occasionnelle et partielle. Une telle situation est également un obstacle à la création de liens directs entre l'entreprise et l'ensemble de ses ac-

(1) Ce chiffre recouvre l'ensemble des sociétés françaises inscrites à la cote officielle et à celle du second marché des bourses françaises au 31 décembre 1990

(2) à l'exception des TIP (Titres au Porteur Identifiables) lorsque la déclaration en SICOVAM des titres au porteur est prévue par les statuts

tionnaires, notamment par l'envoi d'informations régulières, et par conséquent à la "fidélisation" de l'actionnariat.

7. **L'évolution des attitudes et des motivations :** Autrefois on épargnait durant sa vie active pour se constituer un patrimoine destiné, entre autres, à faire face à des aléas de santé et à pourvoir aux besoins des vieux jours. Et l'on trouvait dans les patrimoines, des actifs financiers dont la permanence reflétait le souci de sécurité qui avait présidé à leur constitution. On parlait alors de placements de "père de famille" qui se transmettaient souvent de génération en génération.

Les avancées sociales et le bouleversement des structures de la Société entre les deux guerres et plus encore depuis 1945 ont profondément modifié ces attitudes. Aujourd'hui 85% des français sont salariés et bénéficient de régimes de prévention sociale et de retraite; leur épargne, lorsqu'ils en constituent, ne répond plus aux mêmes besoins et surtout n'est plus dominée par le même souci de sécurité. Cette évolution, qui autorise la prise de risque dans l'espoir d'un meilleur rendement, n'est pas sans incidence sur la stabilité d'un actionnariat. Elle est sans aucun doute irréversible, même si les préoccupations qui naissent aujourd'hui quant à l'avenir des régimes sociaux peuvent en atténuer la portée. Notons enfin que les incitations à l'épargne en vue de la constitution d'un patrimoine familial sont singulièrement compromises par les taux, dissuasifs, qui peuvent être atteints par les droits de succession (40 % en ligne directe).

8. **Le facteur temps :** Les actions susceptibles d'aboutir à une stabilité **du-
rable** du capital et de l'actionnariat exigent une longue et minutieuse préparation. Elles ne sont concevables que dans la plus grande sérénité, celle que procure le temps quand on en a suffisamment devant soi. La situation de vulnérabilité dans laquelle se trouvent nombre de nos entreprises fait que, malheureusement, ce temps est compté.

III° LES MOYENS :

La stabilité du capital et de l'actionnariat des entreprises françaises n'étant assurée ni par l'effet de taille, ni par ces défenses naturelles dont nous avons vu qu'elles existaient chez la plupart des grands pays concurrents, quelles mesures faudrait-il alors prendre pour pallier cette

situation de vulnérabilité dans laquelle la mise "hors jeu" du système de protection étatique les a placées ?

Avant d'énoncer des propositions de mesures nouvelles, il convient d'examiner dans un premier temps les divers moyens et pratiques qui, dans le cadre réglementaire actuel (Loi de 1966 principalement), permettent déjà d'atténuer cette vulnérabilité.

Observons tout d'abord que le problème se pose en termes très différents selon que l'entreprise est cotée et que son capital est très réparti ou qu'elle ne l'est pas et que son capital est fermé. Il est évident que la répartition entre un petit nombre de partenaires, quand ce n'est pas au sein d'une même famille, du capital d'une PME, fut-elle cotée au second marché mais au minimum requis pour son admission, constitue une protection en soi. Jusqu'au moment toutefois où l'entreprise se trouvera confrontée à des problèmes financiers et d'ouverture liés à sa croissance, ou à des problèmes de succession.

Ceci étant, il faut dire clairement qu'il n'y a pas de stratégie modèle, mais des situations différentes appelant des solutions elles mêmes différentes, qui ont chacune leurs avantages et leurs inconvénients. Nous nous proposons de les examiner en fonction des quatre éléments suivants d'une stratégie :

- La structure du capital
- L'exercice des droits de vote des actionnaires
- L'organisation des pouvoirs au sein de l'entreprise
- Les relations de l'entreprise avec ses actionnaires

1. La structure du capital : Une certaine **concentration** du capital, à hauteur par exemple de la minorité de blocage, entre quelques mains, est sans aucun doute un élément de stabilité. La création de groupes d'actionnaires stables liés entre eux ou indépendants les uns des autres, présente donc d'incontestables avantages du point de vue de la stabilité de l'actionariat.

La sécurité apportée par l'existence de tels groupes a toutefois ses limites, notamment quand ils sont constitués d'institutionnels, principalement assureurs, ou d'entreprises cotées, ce qui est généralement le cas. Ceux-ci ont leurs propres impératifs de gestion, dont ils sont comptables devant leurs assurés et/ou leur propre actionariat. Jusqu'où et au nom de quoi

pourront-ils dans ces conditions accompagner durablement l'entreprise ? Cette incertitude peut être partiellement levée par la solidarité résultant des **pactes d'actionnaires** qui, hors statuts, accordent un droit de préférence aux signataires du pacte en cas de cession par l'un d'eux et en fixent les conditions. Pour les sociétés cotées, de tels pactes doivent être déclarés au Conseil des Bourses de Valeurs qui en assure la publicité.

La stabilité d'actionnaires significatifs ne peut reposer sur de simples relations personnelles. Elle peut logiquement découler de relations d'affaires ou d'un intérêt pour la stratégie conduite par l'entreprise. Elle ne peut cependant être durable sans une réelle participation à la définition de cette stratégie, à la mise en oeuvre et au contrôle des politiques de l'entreprise. En fait, les participants à un groupe d'actionnaires stables doivent logiquement constituer l'ossature du Conseil d'Administration de l'entreprise. Il serait paradoxal, dans un système capitaliste, que les actionnaires stables n'aient pas le pouvoir d'infléchir en cas de besoin la stratégie de l'entreprise et de contrôler sa gestion.

La stratégie d'une entreprise peut tout aussi bien viser à une large **diffusion** du capital (une société comme l'Air Liquide a, par exemple, 400.000 petits actionnaires). Celle-ci donne aux organes de Direction une plus grande liberté de manoeuvre, assure une meilleure mobilisation en cas d'appels de fonds importants, offre l'avantage d'une plus grande notoriété. Mais elle constitue sans doute un élément d'insécurité. De sorte que cette stratégie est beaucoup plus exigeante en cela qu'à défaut de stabilité d'ordre structurel, l'entreprise devra chercher à l'obtenir par une politique systématique de **fidélisation**.

Point de jonction entre le petit actionariat et les groupes d'actionnaires stables, **l'actionariat des salariés** mérite une mention particulière. Il allie les avantages d'une politique motivante du personnel, dont il renforce l'adhésion à l'entreprise, à ceux résultant de la création d'un noyau d'actionariat d'autant plus stable qu'il se trouve attaché à un double titre à la pérennité de l'entreprise.

On peut regretter que le dispositif légal très élaboré (Lois de 1973, 1980, 1986 et 1987) qui favorise la création de cet actionariat par un accompagnement fiscal non négligeable, soit insuffisamment connu et utilisé. Que ce soit indirectement et par l'intermédiaire d'un Fonds Commun de Placement, gérant la Réserve Spéciale de Participation, ou directement dans le cadre

d'un Plan d'Epargne d'Entreprise, ou sous forme d'options ou de souscription d'achats (stock options) ou encore de souscriptions volontaires dans le cadre de Plans d'Actionnariat du Personnel, l'actionnariat des salariés devrait être un élément important de la stratégie des entreprises.

2. L'exercice du droit de vote des actionnaires : C'est un des points les plus importants dans la mesure où c'est par l'exercice de leur droit de vote que les actionnaires peuvent apporter leur soutien à la politique suivie par l'entreprise, comme tout aussi bien infléchir cette politique ou encore changer les organes de Direction, avec toutes les conséquences qui peuvent en résulter sur la conduite du projet.

Faut-il ou non attribuer à chaque action le même droit de vote, et faut-il ou non limiter le nombre des droits que peut détenir un même actionnaire ? L'objectif prioritaire d'une stratégie, à savoir la **stabilité** du capital, peut conduire à des réponses différentes suivant la structure de celui-ci :

Si l'entreprise s'appuie sur l'existence de groupes d'actionnaires, il semble que la stabilité devrait s'accomoder davantage d'une attribution sans limite des droits de vote. Si elle mène au contraire une politique d'actionnariat "populaire", le souci de protéger les petits actionnaires qui, bien que très majoritaires en nombre, pourraient être soumis à la loi de quelques-uns, peut conduire à une limitation des droits de vote. La stabilité dans ce cas doit, comme nous l'avons déjà dit, être recherchée dans une politique de fidélisation. Elle consiste ici à attribuer **un droit de vote double** aux actions détenues depuis un certain temps (minimum légal deux ans et maximum quatre ans pour les sociétés admises à la cote officielle, suivant le règlement général du Conseil des bourses de valeur, art 3.1.13). Cette mesure n'est toutefois applicable qu'aux actions nominatives entièrement libérées. Elle est extrêmement utile, et doit être défendue contre les attaques de certains milieux communautaires ⁽¹⁾.

Mais, parce qu'elle a comme nous l'avons vu, des limites, la stabilité du capital n'est pas une réponse parfaite au problème de **vulnérabilité** de l'entreprise. De sorte que cette dernière peut avoir dans tous les cas intérêt à restreindre le nombre des voix que peut exercer un même actionnaire.

(1) à noter que le projet de 5ème directive de Bruxelles prévoit qu'à chaque action doit correspondre un droit (et un seul) et que le nombre des droits détenus par un même actionnaire ne peut être limité.

C'est un moyen de décourager toute action intempestive d'appropriation de l'entreprise.

L'entreprise peut donc prendre, statutairement, toute une série de dispositions. Elles vont de la limitation des droits de vote au droit de vote double dont le bénéfice peut même être réservé aux ressortissants français ou de la Communauté (art. 175-3 de la loi de 1966). Elle peut également émettre une série de titres sans droit de vote mais assortis d'avantages financiers particuliers (actions à dividende prioritaire, certificats d'investissements..etc..), dans la limite cependant de 25% du capital.

Une chose est l'attribution des droits de vote, autre chose est l'exercice réel de ces droits. La dispersion géographique d'un actionnariat très réparti est un obstacle à une présence significative des actionnaires aux Assemblées Générales. Sans doute la pratique de plus en plus répandue du vote par correspondance permet-elle à l'actionnaire empêché de se prononcer sur les résolutions comme de s'en remettre au Conseil. Mais ce mode d'expression laconique ne remplace pas le dialogue auquel pourrait donner lieu une présence réelle. D'autre part, une proportion importante d'actionnaires négligent de renvoyer leur bulletin, au point de rendre souvent impossible la tenue d'Assemblées Extraordinaires sur 1ère convocation, faute de quorum.

On a vu qu'en Allemagne, les banques dépositaires des titres reçoivent délégation automatique de représenter l'actionnaire aux Assemblées, dès lors que celui-ci n'a pas manifesté son désir d'y être présent ni exprimé son vote par correspondance. La transposition de ce système en France ne paraît pas aujourd'hui opportune; la tradition des relations entre banques et entreprises est très différente, et en particulier le rôle d'actionnaire des banques est moins développé; en outre, une partie du système bancaire reste sous contrôle de l'Etat. Tout au plus pourrait-on imaginer que les entreprises qui le souhaiteraient puissent adopter des dispositions en ce sens au niveau de leurs statuts; encore faudrait-il que de telles solutions ne puissent être adoptées que par des majorités qualifiées.

- 3. L'organisation des pouvoirs :** Dans leur grande majorité, les sociétés anonymes françaises sont organisées sous la forme Conseil d'Administration-Président Directeur Général, alors que l'organisation des entreprises allemandes repose sur la dualité Conseil de Surveillance-Directoire. Le type d'organisation des sociétés françaises a ses mérites. Il est bien acclimaté et donne toute satisfaction à la plupart des entreprises.

Certains pensent toutefois que la forme duale de l'organisation des sociétés peut constituer un élément de stabilité. Ils arguent du fait que la défense des intérêts des actionnaires se trouverait renforcée en raison de la séparation des pouvoirs, le Conseil de Surveillance exerçant pour le compte des actionnaires dont il est l'émanation directe un rôle d'audit permanent et de validation des politiques mises en oeuvre par l'exécutif, c'est à dire le Directoire. Ceci contribuerait à améliorer les relations entre l'actionnariat et le management, à développer une solidarité dans la direction et la défense des affaires, et à favoriser le consensus social, autant de facteurs qui expliquent pour une bonne part l'efficacité des entreprises allemandes. En Allemagne, la présence des représentants syndicaux aux Conseils de Surveillance engage leur responsabilité et les oblige à prendre conscience des problèmes de l'entreprise. Cette participation active est aussi un élément déterminant du consensus social, dans l'entreprise comme à l'échelon national (parce que la très grande majorité des entreprises ont ce même type d'organisation). Mais le syndicalisme allemand a, on le sait, des traditions très spécifiques, qui ne sont pas celles du syndicalisme français : il est de ce fait inconcevable de s'orienter vers une transposition pure et simple des pratiques allemandes en France. De même, la gestion collégiale par les membres, solidaires, d'un Directoire, peut être, dans certains cas, un facteur de cohésion.

Ceci étant, chaque pays a sa culture, son histoire, ses habitudes. Il ne saurait être question de mettre en cause la structure française du Conseil d'Administration et du Président-Directeur Général qui a fait la preuve de son efficacité. Tout au plus, pourrait-on envisager d'assouplir la législation française de l'organisation Conseil de Surveillance-Directoire, afin de fournir un cadre aussi adaptable que possible aux entreprises qui souhaiteraient retenir cette formule pour des raisons qui leur sont propres. Certaines propositions présentées au dernier chapitre de ce rapport vont dans ce sens.

Le Conseil d'Administration, émanation des actionnaires, est pour l'heure, l'organe essentiel de la direction de la plupart des sociétés françaises. Il décide des grandes orientations de l'entreprise et nomme les responsables de sa gestion. L'importance du rôle des administrateurs conduit dans ces conditions à ce qu'il soit dévolu en fonction des compétences (financière, technique...), des expériences, de la connaissance du milieu des affaires, dont l'entreprise a besoin. Ne serait-il pas souhaitable qu'il le soit aussi en fonction du temps à consacrer à l'exercice de cette fonction ?

Ne faudrait-il pas également multiplier les cas d'application de la loi de 1986 qui prévoit la possibilité de faire entrer au Conseil des administrateurs salariés élus par le personnel ?

4. Les relations de l'entreprise avec ses actionnaires : La **rémunération** des actionnaires est une dette morale de l'entreprise. Pour l'entreprise cotée elle est aussi un des critères déterminants de l'appréciation de ses titres. Elle doit donc être considérée comme un élément important d'une stratégie de l'actionnariat, d'autant que l'entreprise est soumise à la concurrence du marché comme à celle de produits dont certains offrent aujourd'hui des revenus particulièrement attractifs. Les dirigeants français en ont d'ailleurs pris conscience, comme le montre le doublement en quatre ans des dividendes versés par les entreprises françaises.

A signaler à ce chapitre la pratique devenue courante de **l'option** donnée aux actionnaires de toucher leurs dividendes en numéraire ou en actions. En même temps qu'elle préserve les fonds propres de l'entreprise, elle constitue un moyen de vérifier l'appréciation du titre par les actionnaires. On peut se demander si la pratique d'options de souscriptions d'actions ne pourrait pas constituer un mode de rémunération complémentaire intéressant pour l'entreprise comme pour les actionnaires.

Moins fréquente est la **distribution régulière d'actions gratuites** (dans certains cas tous les deux ou trois ans). Bien qu'il ne s'agisse pas d'un dividende, elle est particulièrement appréciée des actionnaires, dans la mesure où le titre est suffisamment recherché pour ne pas subir la décote arithmétique résultant d'une multiplication des actions. C'est un instrument important de fidélisation des actionnaires, même s'il engage l'avenir de l'entreprise dont les distributions ultérieures seront augmentées à due concurrence. De ce fait, c'est aussi une forte incitation à l'optimisation des ressources pour celle-ci.

Si la pratique des **jetons de présence** aux actionnaires peut avoir un effet stimulant pour la fréquentation des Assemblées, une **prime de fidélité** pour les titres détenus depuis plus de x années serait plus efficace dans l'optique de fidélisation.

Le souci d'une **communication** privilégiée avec les actionnaires constitue un élément important de leur fidélisation. Aux Etats-Unis, la "démocratie des actionnaires" joue un grand rôle, les sociétés confiant à des "solli-

citors" (dont les trois plus grands représentent 1.500 sociétés cotées), le soin de tenir le fichier des actionnaires, de leur faire parvenir régulièrement des informations sur les résultats financiers de l'entreprise, de les inciter à voter lors des Assemblées annuelles, et le cas échéant de les joindre individuellement en cas de crise jusqu'à ce qu'ils aient envoyé leur pouvoir (cf les "proxy fights", batailles boursières menées grâce à la collecte des mandats). Les honoraires d'une telle mission sont loin d'être négligeables.

Nous n'en sommes pas là en France (et d'ailleurs l'importance du marché le justifierait-il ?). Mais de nombreux dispositifs d'information et d'écoute existent déjà, à des stades plus ou moins élaborés, dans les entreprises françaises :

- . Les **documents périodiques d'information** (le plus souvent trimestriels) tiennent l'actionnaire informé de la marche de l'entreprise et des grands projets (dans la mesure où leur publication n'est pas de nature à nuire à leur réalisation)
- . Les **lettres du Président** à l'occasion d'événements importants susceptibles de déstabiliser l'actionnariat (cf celle du Président de l'Air Liquide pendant le krach boursier d'octobre 1987 qui a contribué à la grande stabilité de l'actionnariat de la société pendant cette période)
- . Les **réunions périodiques d'actionnaires en Province** pour pallier les inconvénients de leur éloignement (3 ou 4 par an pour l'Air Liquide, mobilisant le Président)
- . L'**envoi à domicile du dossier d'Assemblée** par les soins de la société (Michelin)

Les **comités des grands actionnaires** destinés à mieux associer ceux-ci à la marche de l'entreprise :

comité stratégique chez Lafarge-Coppée, qui contribue à apporter un éclairage externe sur certaines orientations de l'entreprise

comité de communication chez l'Air Liquide, dont la mission est d'orienter, clarifier et valider les messages en direction de l'action-

nariat

comité consultatif international chez le CCF ou Paribas

La **gestion gracieuse des actions nominatives** par un service spécialisé de l'entreprise (cf l'Air Liquide)

Il est toutefois évident que l'entreprise ne peut nouer de relations suivies avec ses actionnaires que pour autant qu'elle les connaît, ce qui soulève le problème des actions au porteur. Sans doute la banque dépositaire ou la SICOVAM pour les TPI peuvent-elles fournir un listing complet ou sélectif des actions au porteur déposées ou déclarées chez elles; peut-être même pourraient-elles assurer le relai de l'entreprise pour l'envoi des informations. Reste le problème de coût pour l'entreprise ⁽¹⁾. On peut aussi se demander si l'envoi des documents d'information ne pourrait pas bénéficier d'un tarif postal préférentiel comme celui de la distribution de journaux.

Il existe ainsi, soit dans le cadre général du droit des sociétés, soit dans les règles du jeu que les actionnaires fixent à l'entreprise dans les statuts, soit enfin dans certains usages hérités de la pratique, des moyens pour l'entreprise de conduire une stratégie appropriée de consolidation de son actionariat.

Toutefois, pour atteindre leur pleine efficacité, ces moyens appellent des **mesures nouvelles**. Celles-ci concernent aussi bien l'actionariat de longue durée que la représentation des actionnaires ou la défense des intérêts des petits porteurs, voire même l'organisation du pouvoir dans l'entreprise. Ces mesures font l'objet des propositions présentées dans la troisième partie de ce rapport.

(1) L'entreprise ou une banque dûment mandatée peut demander à la SICOVAM un listing confidentiel de la totalité ou d'une sélection d'actionnaires au porteur. La SICOVAM interroge alors les intermédiaires financiers. Coût 750 frs par intermédiaire jusqu'à 500 lignes et 1050 par ligne supplémentaire. Sur ce fichier trié, le nom des intermédiaires est occulté et l'exemplaire SICOVAM détruit dans les 30 jours

IIIème PARTIE : LES PROPOSITIONS

L'utilisation plus systématique du cadre juridique existant permettrait déjà, on le voit, de renforcer la stabilité de l'actionnariat des entreprises. Cependant des dispositions supplémentaires sont indispensables. Il serait sage de stimuler la fidélité des actionnaires par des mesures fiscales spécifiques. En outre, divers aménagements du droit des sociétés permettraient d'accroître la cohésion de l'entreprise et de ses actionnaires. Enfin, le droit des OPA pourrait utilement prévoir des dispositions visant à donner une meilleure chance de défense au projet d'entreprise.

I. DES INCITATIONS FISCALES POUR LA STABILITE DE L'ACTIONNARIAT :

Entre 1978 et 1989, des mesures fiscales spécifiques ont été prévues en faveur des placements en actions : déductibilité de l'impôt sur le revenu de l'épargne investie en actions dans la limite de plafonds assez stricts et sous condition du maintien du niveau du portefeuille actions détenu dans le cadre de la loi Monory de 1978; crédit d'impôt sous des conditions analogues dans le cadre du compte d'épargne en actions; avantages fiscaux des plans d'épargne retraite pour les actions comme pour les autres produits d'épargne. Dans tous les cas, l'avantage fiscal bénéficiait aux placements en actions, mais n'imposait pas la stabilité des investissements, la rotation du portefeuille étant possible sans aucune limite.

La suppression du PER à l'occasion de la création du PEP a fait disparaître tout régime spécifique en faveur des actions (si l'on fait abstraction de l'avoir fiscal qui ne fait en pratique que réduire l'impôt sur les sociétés pour les bénéfices distribués, et du petit quota annuel de revenus de valeurs mobilières bénéficiant d'une exonération de l'impôt sur le revenu).

La nécessité de prévoir un régime fiscal spécifique pour les placements en actions est aujourd'hui largement reconnue. On peut se demander si ce régime ne devrait pas faire une place spéciale aux investissements durables : un épargnant qui accepte d'investir à long terme dans le capital d'une société mérite certainement un traitement spécifique par rapport à celui qui choisit la mobilité du capital et fait tourner son portefeuille.

1. Incitations fiscales pour l'actionnariat stable :

Plusieurs mesures peuvent être à cet égard envisagées de façon alternative ou cumulative. L'avantage fiscal pourrait prendre la forme d'une **déductibilité de l'impôt sur le revenu** dans la limite de plafonds annuels, ou d'un **crédit d'impôt**. Il serait consenti pour tout achat de titres de sociétés françaises assorti d'un engagement de conservation pendant une durée minimum (4 ou 5 ans). Tout désinvestissement prématuré provoquerait une réintégration de son produit dans le revenu imposable. Les actions pourraient être achetées directement ou par le canal d'OPCVM spécialisés (OPCVM actions long terme) qui s'engageraient à la stabilité de leurs placements pour la totalité ou l'essentiel de leur portefeuille.

Une **exonération d'impôt pour les plus-values de cession** réalisées à l'occasion de la cession de titres détenus pendant une période de temps longue (5 ans par exemple) aurait également un effet positif pour stabiliser l'actionnariat. Une telle mesure apparaît logique : après tout, l'imposition des plus-values immobilières est d'autant moins rigoureuse que l'immeuble a été conservé plus longtemps.

Une **exonération** sous certains plafonds **des droits de mutation à titre gratuit** pour les actions détenues pendant une très longue période (10 ans par exemple) pourrait reconstituer l'actionnariat individuel stable qu'a affecté la dématérialisation des titres, et faciliter la transmission des entreprises familiales.

La **suppression de l'impôt de bourse** sur les actions est un autre exemple de mesure tout à fait envisageable.

Enfin, il est paradoxal que la conservation d'oeuvres qui participent au patrimoine national artistique bénéficie de l'exonération de l'impôt de solidarité sur la fortune tandis que la conservation de titres représentatifs du patrimoine national entrepreneurial n'en bénéficie pas. Faut-il

en déduire que la perspective de voir ce patrimoine passer entre des mains étrangères est moins inquiétante que la cession de notre patrimoine culturel ? On pourrait imaginer que les **actions émises par les entreprises françaises** fussent **exclues de l'assiette de l'ISF**, le cas échéant sous certains plafonds, à condition qu'elles soient détenues depuis une durée à fixer, ce qui irait également dans le sens d'une plus grande fidélité de l'actionnariat.

Les diverses mesures fiscales évoquées sont naturellement pour une bonne part alternatives. On ne saurait en effet envisager une accumulation d'avantages fiscaux au profit des actions. Certaines sont sans doute difficiles à envisager dans le contexte actuel, pour des raisons quasi théologiques : il ne serait vraisemblablement pas aisé, en l'état actuel des choses, de trouver des majorités politiques pour un abattement forfaitaire de la base d'imposition à l'ISF, même au profit de l'actionnariat stable. C'est bien dommage, mais c'est ainsi. En revanche, il serait utile d'engager une réflexion approfondie sur les droits de succession afin de faire mûrir l'idée d'une incitation à la stabilité de l'actionnariat de long terme : ne pourrait-on appliquer des droits réduits à des actions détenues depuis plus de 10 ans que l'héritier conserverait lui même plus de 10 ans ?

2. Incitations plus générales à l'investissement en actions - Des dispositions pratiques à court terme :

Le développement d'un actionnariat stable ne sera pas possible si, plus généralement, le placement en actions n'est pas finalement mieux traité par rapport aux instruments à taux et en particulier aux obligations, aux produits de marché, aux OPCVM de trésorerie.

A court terme, il conviendrait de concentrer les efforts sur **trois dispositions essentielles**, du point de vue de l'actionnariat :

- . **L'alignement de la fiscalité du bénéfice distribué sur celle du bénéfice réinvesti**, au taux de 33% : La discrimination actuelle aggrave le dilemme existant entre l'épargne des entreprises et celle des ménages. Sans doute la fiscalité plus favorable des bénéfices non distribués a-t-elle pour objectif la relance, indispensable, de l'investissement. Mais ce serait une arme à double tranchant si elle avait pour effet d'éloigner de l'actionnariat

des entreprises une épargne déjà en situation de pénurie, et cela en raison d'une rémunération insuffisamment compétitive par rapport à celle offerte par d'autres produits. Une telle mesure permettrait à la fois d'éliminer la double imposition du dividende et de ne pas pénaliser les entreprises qui s'efforcent de stabiliser celui-ci dans les périodes difficiles.

- . **La création d'un plan d'épargne simple en actions**, qui permettrait de constituer, dans certaines limites **globales**, un portefeuille bénéficiant d'une exonération d'imposition tant des dividendes que des plus-values réinvesties, dès lors qu'il s'inscrirait dans le cadre d'un engagement de long terme (8 ans par exemple).

Ce plan d'épargne en actions pourrait comporter un **compartiment spécial** réservé à des actions conservées durablement, qui bénéficierait du même avantage pour une durée de détention plus courte (6 ans) , afin de favoriser la stabilité de l'actionariat. En cas de vente avant terme des titres logés dans ce compartiment, la durée de détention du portefeuille serait tout simplement prolongée au niveau des plans d'épargne actions de droit commun.

- . Enfin, **un dispositif d'incitation fiscale à l'épargne en vue de la retraite** devrait être mis en oeuvre. Il devrait être conçu comme un complément facultatif aux mécanismes de retraite par répartition, dans la limite d'un maximum proportionnel au revenu imposable. Les versements effectués à ce titre devraient pouvoir être traités comme des cotisations sociales déductibles du revenu imposable, sous condition de capitalisation en vue de la retraite. En contrepartie le capital constitué ou la rente servie seraient naturellement imposables dans des conditions de droit commun. Le plan d'épargne d'entreprise pourrait être utilement l'un des receptacles de ce type d'épargne. Ceci permettrait, le cas échéant, l'utilisation de celle-ci à des fins de renforcement des fonds propres de l'entreprise, à condition bien sûr qu'un mécanisme d'assurance permette d'éliminer tout risque pour l'épargnant, comme ceci se pratique en Allemagne et au Royaume-Uni.

II. DES AMENAGEMENTS DU DROIT DES SOCIETES VISANT A STABILISER L'ACTIONNARIAT PAR SA REPRESENTATION :

1. L'assouplissement des dispositions de la loi sur les sociétés :

La loi sur les sociétés anonymes pourrait être utilement assouplie sur certains points. On constate que le statut de société à Conseil de Surveillance et Directoire ne jouit guère de la faveur des sociétés anonymes françaises. Pourtant, dans certaines circonstances, il peut paraître souhaitable à une entreprise de dissocier dans deux instances distinctes les deux facteurs de représentation de l'actionnariat et d'exécutif de l'entreprise. Mais la ligne de partage entre les pouvoirs des deux instances peut être fort différente selon les objectifs recherchés : l'expérience le montre. Sans doute la loi française est-elle un peu trop directive dans ce domaine. Il serait utile qu'elle s'en tienne à des principes plus généraux et renvoie aux statuts de l'entreprise les modalités d'application.

On pourrait notamment imaginer que les statuts puissent élargir ou au contraire limiter les pouvoirs du Directoire par rapport à la législation actuelle :

- . On pourrait ainsi envisager que le Conseil de Surveillance puisse être doté par les statuts de véritables pouvoirs de décision au niveau de la stratégie de l'entreprise, ainsi qu'au niveau des cessions ou acquisitions de participations.
- . En sens inverse, on pourrait imaginer que les statuts renvoient vers le Directoire la cession des immeubles ou la constitution de garanties dans des limites fixées par eux-mêmes ou par le Conseil de Surveillance.
- . Un Directeur Général unique devrait pouvoir être nommé indépendamment de la taille de la société (actuellement, seules les sociétés dont le capital est inférieur à un million de francs peuvent en avoir un).
- . Enfin, dans un souci de stabilisation des projets d'entreprise et des managements, on pourrait en outre imaginer, sur le modèle de certaines sociétés allemandes, que les statuts puissent exiger des majorités qualifiées dissuasives pour tout raccourcissement des mandats des membres du Conseil de Surveillance comme du Directoire, et l'étalement

dans le temps du renouvellement de chacune des deux instances.

2. Mesures diverses concernant l'actionnariat :

- a. **Etudier la possibilité de prévoir**, par voie statutaire, dans les sociétés qui le souhaitent, **la représentation d'actionnaires individuels** sous forme d'associations du type **Proxy** américain, sous condition d'une certaine ancienneté (pour éviter l'intrusion de troubles-fêtes et de maîtres chanteurs).
- b. **Promulguer une loi sur la fiducie** inspirée par le modèle des trusts anglo-saxons et des fondations de type allemand, notamment afin de faciliter les problèmes de transmission d'entreprises. On pourrait également étudier la possibilité d'utiliser la fiducie, dans les sociétés qui le prévoient par voie statutaire, pour la constitution de "voting trusts" inspirés des pratiques américaines.
- c. **Ouvrir à des actionnaires extérieurs les FCP limités à une société** : de tels FCP, investis principalement en titres d'une même entreprise existante, mais sont réservés aux salariés de cette entreprise. Leur ouverture à des actionnaires extérieurs permettrait de développer ce noyau d'actionnaires stable. Le succès de cette mesure repose sur des incitations telles que le dégrèvement de l'impôt sur les plus-values et sur les dividendes, dès lors que la sortie du FCP s'effectue à l'issue d'une période minimale de huit années par exemple (durée retenue pour les conventions d'assurance-vie), et que les dividendes intermédiaires aient été réinvestis, à l'instar des SICAV de capitalisation. Ces FCP devraient d'autre part pouvoir exercer leur droit de vote à l'occasion des Assemblées, dans le cadre d'un mandat de représentation donné par les titulaires de parts au gestionnaire du Fonds.
- d. **Rémunération spécifique de l'actionnariat stable** : On peut se demander s'il ne serait pas utile que les sociétés qui le souhaitent puissent consentir un super-dividende au profit de l'actionnariat stable. Cette rémunération devrait être réservée à l'actionnariat de long terme (plus de 6 ans ?). Son principe devrait faire l'objet d'une disposition statutaire adoptée par une majorité qualifiée (des deux tiers ?). Son montant et ses formes devraient être arrêtés chaque année, dans des limites strictes (fixées en pourcentage du dividende).

Le sujet mériterait une analyse spécifique. Ainsi, les sociétés qui souhaiteraient recourir à cette formule pourraient, par leurs statuts, l'adapter au mieux à leurs préoccupations.

III° PROJET D'ENTREPRISE ET OPA :

Les moyens et pratiques décrites précédemment et les mesures nouvelles proposées ont un caractère essentiellement préventif ou incitatif. Reste le cas où l'entreprise subit une attaque. C'est le cas des OPA. S'il nous paraît important de le traiter en appendice à notre sujet, c'est parce que la stabilité que nous avons fixée comme objectif prioritaire d'une stratégie du capital et de l'actionnariat a, comme nous l'avons vu, des limites. Et que malgré les moyens et mesures mis en place, elle ne peut dans ces conditions être une réponse parfaite au problème de **vulnérabilité** de l'entreprise.

Militer pour des mesures de défense anti-OPA peut paraître incongru dans un système capitaliste dominé par la loi du marché. C'est vrai, mais la loi du marché doit-elle pour autant faire fi d'une certaine morale des affaires ? Le fait que certaines pratiques soient considérées comme des délits et sanctionnées comme tels (cf délits d'initiés) répond à la question.

Aussi bien n'est-il pas dans notre intention de condamner les OPA, fussent-elles conduites dans un contexte hostile. La plupart sont en effet justifiées, soit qu'elles permettent de conforter un projet industriel, soit qu'elles reposent sur des objectifs de croissance externe et d'acquisitions de parts de marché, soit qu'elles sanctionnent une structure endormie ou inefficace.

Ce qu'il faut, en revanche, s'efforcer de combattre, ce sont ces attaques - auxquelles ne peuvent, légitimement, s'opposer les mécanismes de marché - qui conduisent au **dépeçage de l'entreprise**. Et ce non pas en raison de l'objectif purement spéculatif qui les motive, mais parce que la réalisation de cet objectif suppose la disparition de l'entreprise et l'abandon de son projet. Et qu'avec les conséquences industrielles, économiques et sociales qu'elles entraînent, ces attaques posent de surcroît le problème de la protection de l'ensemble

des actionnaires, y compris les petits porteurs, c'est à dire un problème d'équité.

C'est en nous plaçant dans cette éventualité que nous envisagerons un certain nombre de mesures. En notant que lorsqu'elles requièrent l'intervention du législateur, c'est dans le seul but d'offrir à l'entreprise les moyens d'organiser sa défense, si elle l'estime nécessaire. Il ne saurait en effet être question de recourir comme autrefois à l'Etat protecteur pour faire échouer tel ou tel projet, sauf dans le cadre d'un principe de réciprocité à l'égard des pays où l'OPA n'a pas droit de cité.

En fait, la plupart des mesures sont du ressort de l'entreprise :

- . La première consiste à **limiter statutairement le droit de vote**⁽¹⁾ quel que soit le nombre d'actions détenues. C'est un moyen beaucoup plus efficace que l'obligation faite par le législateur à l'initiateur d'une OPA d'acquérir les deux tiers du capital. Une limitation du droit de vote à 5% par exemple (cf Allemagne) empêche pratiquement l'attaquant de contrôler la gestion de l'entreprise, sauf à s'assurer la majorité des voix requises pour modifier les statuts, ce qui, dans ce cas, suppose qu'il acquière la quasi totalité du capital. Cette disposition rend pratiquement impossible les OPA hostiles (cf également l'Allemagne). Observons qu'elle est aussi un moyen de ne pas léser les petits actionnaires, ceux que l'acquisition des seuls deux tiers du capital laisserait pour compte.
- . **Une augmentation de capital en différé et réservée** dont la latitude de décision aura préalablement été donnée par les actionnaires au Conseil d'Administration, peut aussi, comme les pactes d'actionnaires, mettre le maximum de titres hors de portée⁽²⁾
- . La société attaquée peut également **procéder elle même à une contre-OPA**, notamment si elle estime que le prix offert ne correspond pas à la valeur réelle de l'affaire compte tenu de ses résultats et de

(1) on rappelle que si le projet de 5ème directive de Bruxelles était adopté, une telle mesure ne serait plus possible

(2) le projet de 13ème directive s'oppose à ce moyen de défense

ses perspectives d'avenir. Reprenant ainsi l'initiative, l'entreprise oblige l'actionnaire à mieux valider son choix, en même temps qu'elle fait profiter ceux qui auront opté pour une réalisation de leur capital de la surenchère que la contre-OPA pourrait déclancher.

- . **Faire procéder à une contre-OPA en vertu d'un droit spécifique de défense du projet d'entreprise** : Si le projet d'entreprise est économiquement justifié et judicieusement mis en oeuvre, il doit pouvoir susciter, avec l'accord du Conseil d'Administration, la constitution d'un tour de table capitalistique impliquant le management et l'encadrement, auprès d'investisseurs puissants. Une contre-OPA élaborée sur cette base garantirait une continuité de gestion valorisant les efforts et les résultats antérieurs.

Compte tenu de son intérêt particulier, cette procédure devrait pouvoir bénéficier des dispositions suivantes :

- **une possibilité d'enchère au prix de l'OPA,**
- **des délais de présentation un peu plus longs** que les délais de droit commun pour lui permettre de réunir le tour de table,
- **un blocage des possibilités de surenchère de l'attaquant,** blocage qui aurait en outre l'intérêt d'imposer à celui-ci de fixer son prix d'OPA initiale au niveau qu'il juge être le plus élevé possible ce qui présente un intérêt évident pour les actionnaires

Une surenchère resterait toutefois possible pour un tiers, ouvrant la faculté d'une OPA de sauvegarde du projet d'entreprise dans les mêmes conditions. On notera que, malgré plusieurs avis favorables, une disposition similaire élaborée par la Commission des Communautés a été rejetée par le groupe du Parlement Européen chargé de donner son avis sur le projet.

- . **Prévoir l'obligation pour l'initiateur de l'OPA d'assurer pendant un certain temps un maintien des cours,** après son succès éventuel, à un niveau bien sûr sensiblement décoté par rapport à celui de l'OPA. Ceci permettrait aux actionnaires dont la première réaction aurait été de défendre le projet d'entreprise, de ne pas être trop pénalisés par leur attitude, et leur donnerait une plus grande liberté de choix