

Mehdi NEKHILI  
Université de Bourgogne  
Correspondance : IUT GACO, 21 rue de l'université 58 000 Nevers  
Email : m.nekhili@voila.fr

## **Le rôle des banques dans le gouvernement des entreprises allemandes**

### *Etude à travers trois cas d'OPA hostiles*

#### **Résumé**

Le gouvernement d'entreprises (désormais GE) allemand a connu ces dernières années une évolution importante. S'inclinant devant les directives européennes, le Parlement a adopté des nouvelles lois visant, principalement, à améliorer le fonctionnement du marché des capitaux et à réduire l'influence des banques. Notre article consiste à étudier le rôle important des banques dans le GE allemand afin de comprendre la nécessité du changement. Nous examinons l'exemple de la plus grande d'entre elles, la Deutsche Bank, et nous illustrons son influence à travers l'étude de trois rares cas d'OPA hostiles. Dans chacune des cibles, la Deutsche Bank occupe le poste de Président du conseil de surveillance et joue le rôle de la banque-maison. Cependant, sa position vis-à-vis de chaque offre a été radicalement différente et n'est pas, d'après nos résultats, mathématiquement liée aux caractéristiques financières des cibles.

Mots clés : gouvernement d'entreprises, Deutsche Bank, OPA, conseil de surveillance.

#### **Abstract**

The German corporate governance knew these last years an important evolution. Tilting before the European instructions, the Parliament adopted new laws aiming, mainly, to improve the performance of the stock market and to reduce the influence of banks. Our paper consists in studying the important role of banks in the German corporate governance in order to understand the necessity of the change. We examine the example of the biggest among them, Deutsche Bank, and we illustrate its influence through the survey of three rare cases of hostile takeover. In each of targets, Deutsche Bank is the President of the supervisory board and play the role of the house bank. However, its position vis-a-vis every offer was radically different and was not, according to our results, mathematically bound to the financial features of targets.

Key words : corporate governance, Deutsche Bank, hostile takeover, supervisory board.

## Introduction

Le capitalisme rhénan est un capitalisme bancaire. En matière de GE, l'accent est mis sur les intermédiaires financiers et non, comme dans le référentiel anglo-saxon, sur les marchés. En Allemagne, l'actionnariat est concentré et les entreprises sont liées par des réseaux complexes de participations croisées. Franks et Mayer (1997) rapportent que 85% des 171 grandes firmes étudiées disposent d'au moins un actionnaire majoritaire détenant plus de 25% du capital, et 57% d'entre elles d'un actionnaire de plus de 50%<sup>1</sup>. La dispersion de l'actionnariat profite aux banques et « légitime », dans le sens de Diamond (1984), leur rôle de contrôleur délégué, indispensable pour réduire les problèmes d'information asymétrique et de risque moral entre les dirigeants et les actionnaires. Cette délégation est symbolisée en Allemagne par le système de dépôt de votes. L'influence des banques dépasse nettement celle liée à leur détention directe des blocs d'actions. Elles peuvent ainsi exercer leur droit de vote directement *au prorata* de leur part dans les capitaux des firmes et indirectement par procuration délivrée par les petits actionnaires. Si cette procuration est limitée dans le temps et révocable à tout moment, elle permet, néanmoins, aux bénéficiaires d'accroître leur représentativité dans les conseils de surveillance et d'accéder à la présidence (Gorton et Schmid, 1998)<sup>2</sup>.

Dans un tel contexte, les restructurations ne se présentent pas sous forme d'offres d'achat, mais par des négociations menées par les institutions financières dominantes. Depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, il n'y a eu que quelques rares tentatives d'OPA hostiles<sup>3</sup>. Notre intérêt porte sur trois

---

<sup>1</sup> La concentration de la propriété en Allemagne fait apparaître quatre intervalles de blocs de contrôle spécifiant, chacun, les droits des actionnaires minoritaires et les pouvoirs discrétionnaires des actionnaires majoritaires (Jenkinson et Ljungqvist, 1997). Un bloc supérieur ou égal à 75% offre à ses bénéficiaires une marge discrétionnaire importante en matière d'élections des membres du conseil de surveillance, de répartition des résultats et du rachat des parts minoritaires à un prix pouvant être inférieur à celui du marché. Un bloc de contrôle de 50% ou plus (majorité simple) limite le poids des actionnaires majoritaires en raison du droit de blocage de 25% dont bénéficient les minoritaires. Une participation de plus de 25% des droits de vote leur offre le droit de veto sur la composition du conseil de surveillance et permet à un groupe d'actionnaires de contrer aisément les décisions prises par cet organe. Enfin, un bloc inférieur à 25% offre une plus faible protection aux minoritaires.

<sup>2</sup> Schroeder et Schrader (1998) observent, durant l'année 1995, que les institutions financières détiennent 19% des sièges dans les conseils des 100 plus grandes entreprises, pourcentage qui représente environ le double de ce qu'elles devraient obtenir en dehors des mandats délivrés par les actionnaires individuels.

<sup>3</sup> Sur 2 511 opérations d'acquisition ou de changement de contrôle entre fin 1980 et décembre 1996, Jenkinson et Ljungqvist (1997) identifient seulement 17 cas pouvant être qualifiés d'hostiles. Ces acquisitions se sont réalisées en majorité par voie d'accumulations successives de participation. Cependant, si l'on considère uniquement les offres inamicales qui s'apparentent à celles qu'on observe aux Etats-Unis ou en Grande Bretagne, Franks et Mayer (1998) n'en recensent, jusqu'à la date de publication de leur papier, que quatre. La dernière en date est celle qui a été lancée

d'entre elles. La première a été lancée sur Feldmühle Nobel successivement par les frères Flick en 1988, Veba en 1989 et Stora en 1990, la deuxième sur Continental à deux reprises par Pirelli en 1990 et 1991 et la troisième est celle qui a visé Hoesch et a été menée par Krupp en 1991 et réussie en 1992. Aucune des entreprises cibles ne possédait, avant les tentatives citées, un actionnaire majoritaire détenant plus de 25% des actions, alors que la Deutsche Bank était, pour chacune, la banque-maison<sup>4</sup> et le Président du conseil de surveillance. Malgré la similitude de leur GE, l'issue de ces OPA ainsi que la position de la Deutsche Bank vis-à-vis de chaque offre ont été radicalement différentes. La première tentative a été réussie par Stora en dépit de l'opposition affichée de la banque dominante<sup>5</sup> aux précurseurs de l'offre, les frères Flick et Veba. La deuxième a échoué en raison, notamment, de la solidarité « mitigée » de la Deutsche Bank avec la cible. La troisième a été menée avec succès par Krupp bénéficiant de l'appui de la même banque.

Les enjeux et les scénarios de ces trois cas d'OPA ont été minutieusement étudiés par Franks et Mayer (1998) et par Jenkinson et Ljungqvist (1997). Cependant, les auteurs ne cherchent pas à comprendre ou à justifier les décisions de la Deutsche Bank. Ils se servent de ces rares tentatives de prise de contrôle pour expliquer la gouvernance à l'allemande et n'évoquent qu'occasionnellement les caractéristiques financières des entreprises en question. Les études américaines traitant des fusions-acquisitions montrent que les cibles sont moins endettées que les autres entreprises du même secteur, offrent une rentabilité plus faible aux actionnaires et accusent un déséquilibre entre la variation du niveau d'activité et le niveau de liquidité (Comment et Schwert, 1995 ; Palepu, 1986). Qu'en est-il, alors, pour les trois entreprises susmentionnées ? Obéissent-elles aux mêmes règles de conduite imposées par les marchés de capitaux ? Leur système de GE les différencie-t-il pour autant et leur permet-il un mode de fonctionnement différent ? Quels sont les critères de la banque dominante pour arrêter sa position en faveur -ou non- d'une restructuration ? Veille-t-elle à défendre ses propres intérêts ou intègre-t-elle aussi ceux des autres *stakeholders* tels que les salariés ou les actionnaires minoritaires ? Quels sont ses

---

par Krupp sur Thyssen en 1997 (voir Wirtz (1999) pour une étude complète). Les trois autres OPA font l'objet de notre présente étude.

<sup>4</sup> La banque-maison (*hausbank*) est le partenaire privilégié de la firme tout au long de son cycle de vie. Elle intervient en tant que créancier, actionnaire et conseiller. Ce mode d'intervention a pris de l'ampleur à partir des années soixante, période pendant laquelle de nombreuses sociétés ont décidé d'abandonner leur statut de GmbH (Sarl) et de s'introduire en bourse. La banque-maison avait pour mission principale de prendre la tête d'un consortium et de faciliter le placement des titres. Elle était, néanmoins, obligée d'acheter les titres qui n'ont pas trouvé preneur (Tilly, 1989).

<sup>5</sup> Nous utiliserons, dans le reste de notre article, le terme de la banque dominante pour désigner la double influence que la Deutsche Bank pourrait exercer à travers l'accomplissement de sa fonction de banque-maison et celle de président du conseil de surveillance.

objectifs par rapport aux dirigeants en place ?

Notre article se compose comme suit. Dans la première partie, nous étudierons, sur la base des travaux théoriques et empiriques américains, les caractéristiques financières des cibles. Nous émettrons quelques hypothèses à tester en adaptant, chaque fois, les caractéristiques financières des cibles aux spécificités du GE allemand. Nous accentuerons ainsi notre réflexion sur les rôles des banques dans le gouvernement des firmes, rôles que plusieurs observateurs et théoriciens considèrent comme un handicap majeur au développement du marché de capitaux en général, et au déroulement « normal » des opérations de prise de contrôle, en particulier. Dans la deuxième partie, nous spécifierons les variables servant à décrire ces caractéristiques ainsi que leur mesure. Dans la troisième partie, nous présenterons et analyserons les résultats. Principalement, les résultats montrent que Feldmühle Nobel, Continental et Hoesch ne présentent pas les mêmes caractéristiques financières et que le soutien de la Deutsche Bank aux deux premières entreprises ou son désintérêt pour la troisième n'est pas mathématiquement lié à ces caractéristiques. La Deutsche Bank n'est pas un actionnaire « ordinaire ». Son soutien (désintérêt) se manifeste notamment par un surendettement (désendettement) des cibles pendant la période de l'offre. Nous concluons notre étude par l'analyse des évolutions récentes du GE allemand et les enseignements tirés par les politiques de ces OPA.

## **I. Caractéristiques financières des cibles et GE allemand**

Plusieurs auteurs comme Jensen (1986) s'accordent sur la proposition selon laquelle les entreprises qui s'exposent le plus à la menace d'une OPA sont, souvent, celles qui réalisent de mauvaises performances dues à une utilisation inefficace des fonds dont elles disposent. Elles se distinguent, d'après les résultats de Comment et Schwert (1995), par une faible croissance du chiffre d'affaires, une liquidité élevée et un endettement faible. Elles sont, par ailleurs, sous-évaluées par les investisseurs. Les spécificités du GE allemand et, principalement, les rôles joués par les banques dominantes ne sont pas sans incidence sur ces variables. L'examen des différentes relations complexes entre les caractéristiques du GE et les caractéristiques financières des firmes dans un contexte de prise de contrôle est indispensable si nous voulons évaluer les étendues de l'influence bancaire et comprendre les évolutions récentes du droit des affaires rhénan.

## 1) La rentabilité des capitaux propres

Les OPA sont considérées par plusieurs auteurs comme une menace sérieuse pour les dirigeants qui n'accroissent pas la richesse des actionnaires existants. La rentabilité des capitaux propres peut être utilisée, à défaut de pouvoir calculer la rentabilité en excès<sup>6</sup>, comme mesure de la performance managériale (Edwards et Nibler, 1999). Plusieurs auteurs étudient la relation entre la structure de propriété et la performance, calculée à partir des données comptables, des firmes allemandes. Les résultats divergent et varient en fonction de la méthodologie adoptée, de l'échantillon et de la période d'analyse.

La première étude consacrée à ce sujet est celle de Cable (1985). L'auteur trouve, entre 1968 et 1972, que la concentration des droits de vote entre les mains des banques, la représentation bancaire dans les conseils de surveillance et le ratio d'endettement bancaire exercent un effet positif sur la rentabilité des capitaux propres des 48 firmes étudiées. Gorton et Schmid (1998) ne confirment, que partiellement, la relation trouvée par Cable entre la participation directe des banques dans le capital et la rentabilité des capitaux propres mais n'observent aucun effet des droits de vote mandatés par les actionnaires minoritaires. Les auteurs étudient les effets respectifs de la participation directe des banques dans le capital et le pourcentage des droits de vote mandatés par les actionnaires sur la rentabilité des deux groupes d'entreprises prélevés à deux dates différentes. Le premier est constitué de 88 entreprises cotées en 1974 et le deuxième de 57 entreprises cotées en 1985. La relation entre la participation directe des banques et la rentabilité n'est positive que pour le premier groupe alors que la procuration des votes n'affecte à aucun moment la performance des firmes.

D'autres auteurs rejettent la proposition selon laquelle le contrôle bancaire améliorerait la performance des firmes. Perlitz et Seger (1994) trouvent, entre 1990 et 1993, que la rentabilité des firmes sous influence bancaire est plus faible que celle des autres groupes alors que Chirinko et Elston (1999) n'observent, entre 1965 et 1990, aucune différence de rentabilité entre les deux groupes. Dans les deux études, les auteurs considèrent que les firmes sont sous influence bancaire dès lors qu'elles obéissent à l'un des critères suivants : les banques contrôlent plus de 50% des droits de vote, président le conseil de surveillance ou alors l'endettement bancaire représente plus de 25% du total passif. Cette

---

<sup>6</sup> La rentabilité en excès, dite aussi rentabilité anormale, est souvent utilisée dans les études événementielles. Elle indique la réaction du marché financier en comparant la rentabilité observée et celle jugée normale (calculée en référence au MEDAF) sur la même période. Son calcul se base sur des données journalières de valeurs boursières

définition est problématique sur, au moins, deux plans. Premièrement, les différents moyens d'influence des banques et leurs effets respectifs sur la rentabilité des entreprises ne peuvent être distingués. Deuxièmement, il est peu réaliste de supposer qu'une firme, à actionnariat dispersé, n'est pas sous influence bancaire alors que 49% des droits de vote sont détenus par une banque<sup>7</sup> et que l'endettement bancaire ne représente, par exemple, que 24% du total passif.

Pour éviter cette double ambiguïté, Edwards et Nibler (1999) utilisent la même démarche que celle de Cable (1985) en utilisant un échantillon plus important (158 firmes dont 103 cotées) et des données plus récentes (1988-1992). Les auteurs utilisent trois mesures comptables différentes pour évaluer la performance des entreprises étudiées. La performance est mesurée, dans un premier temps, par le rapport entre le résultat de l'exercice avant impôts et le total actif. La deuxième mesure est calculée en rapportant le résultat courant avant impôts à l'actif net comptable. Enfin, la troisième mesure exclut, par rapport à la première, le résultat exceptionnel afin d'annuler les effets d'une éventuelle politique de cession d'éléments d'actif. Les résultats sont proches de ceux trouvés par Gorton et Schmid (1998). Le pourcentage du capital détenu par l'ensemble des banques et la représentativité des trois plus grandes d'entre elles dans le conseil de surveillance (considérant ainsi le poids des votes mandatés par les actionnaires individuels) n'affectent pas, quel que soit le critère retenu, la performance des entreprises. Les coefficients estimés sont faibles ou non significatifs.

H1 : La présence d'une banque dominante ne favorise pas l'accroissement de la rentabilité des capitaux propres et ne garantit pas, donc, une rémunération minimale à ses mandants.

## 2) La performance anticipée des capitaux propres ou ratio de Marris

Les entreprises dont la performance anticipée par les actionnaires est faible sont des cibles potentielles pour trois raisons (Comment et Schwert, 1995). La première est que les cibles, conformément à la prédiction de Myers (1977), disposent d'un actif en place très important alors que

---

prélevées avant et après l'annonce de l'événement (l'OPA dans ce cas).

<sup>7</sup> Notons ainsi que la limitation des droits de vote utilisée pour restreindre le pouvoir d'un actionnaire ou d'un groupe d'actionnaire agissant en concert ne s'applique pas aux procurations délivrées aux banques, ce qui facilite à ces dernières, notamment dans les entreprises à capital diffus, l'accession à la présidence du conseil de surveillance (Franks et Mayer, 1998). La limitation des droits de vote est le propre des entreprises à actionnariat dispersé. Parmi les 558 entreprises étudiées par Jenkinson et Ljungqvist (1997), 21 d'entre elles limitent le droit de vote de 0,1% à 20%. Toutes ces entreprises, dont Nobel, Hoesch et Krupp, ne disposent pas d'un bloc de contrôle de plus de 50%.

les options de croissance sont faibles. La deuxième est que les cibles sont sous évaluées par le marché de capitaux. La troisième, pour que les entreprises deviennent cibles, est parce qu'elles sont effectivement mal gérées et que la rentabilité future est réellement faible (Lang et al., 1989). Edwards et Weicherieder (1999) étudient la relation entre la performance financière, mesurée par le rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres, et la structure de propriété chez un groupe de 102 firmes cotées en 1992. Ils observent une relation positive chez les seules firmes familiales alors que les autres catégories d'actionnaires majoritaires (entreprises allemandes ou étrangères, banques, Etat) n'agissent pas dans le sens d'un accroissement de la valeur boursière<sup>8</sup>.

Par ailleurs, les dirigeants allemands n'ont, *a priori*, aucune raison de se soucier au quotidien des indicateurs boursiers de leurs firmes. Ils ne détiennent aucune participation significative dans le capital et leur rémunération n'est pas liée à la performance financière des firmes (Boehmer, 1999). Kaplan (1995) montre, sur un échantillon restreint de 42 grandes entreprises allemandes entre 1981 et 1989, que si la mauvaise performance financière favorise le renouvellement des membres du directoire<sup>9</sup>, elle n'entraîne pas, nécessairement, la révocation des Présidents<sup>10</sup>. Le contrôle bancaire ne semble pas changer cette donne. Le résultat trouvé par Kaplan reste inchangé quels que soient la structure de propriété des entreprises étudiées et le pourcentage des droits de vote détenus par les banques.

H2 : La banque dominante n'incite pas les Présidents à accroître, systématiquement, la valeur de marché de leurs firmes en dépit d'une menace extérieure d'acquisition.

### 3) Le déséquilibre entre l'évolution du niveau d'activité et celui de liquidité

---

<sup>8</sup> Un résultat non moins important trouvé par les deux auteurs est que le contrôle bancaire ne devient bénéfique (améliore la performance boursière) que lorsqu'il est contrebalancé par la présence d'un deuxième bloc important d'actionnaires. Cette présence peut être considérée comme un arrangement institutionnel visant à surmonter les problèmes de risque moral liés au caractère monopolistique du financement et du contrôle.

<sup>9</sup> Le nombre de membres du directoire varie en fonction de la taille. Ils sont au nombre de 12 dans les entreprises de moins de 10 000 salariés, 16 quand le nombre de salariés est entre 10 000 et 20 000 et 20 dans les grandes entreprises de plus de 20 000 salariés. Ce nombre est considéré par Roe (1998) comme très important et à l'origine du dysfonctionnement des directoires allemands. Comparativement aux conseils d'administration américains de plus petite taille et dont les membres se réunissent au moins 8 fois par an, le nombre de réunions des directoires varie en Allemagne entre seulement 2 (minimum obligatoire) et 4. Notons aussi que, les membres du directoire sont nommés par le conseil de surveillance pour une durée de 5 ans et ne sont généralement révocables qu'en cas de délit. Cette organisation instaure, selon Liouville (1992), une inamovibilité de la direction, ce qui pourrait retarder le plein exercice du pouvoir des raiders.

<sup>10</sup> L'auteur montre aussi que la rotation des Présidents est, comme celle observée aux Etats-Unis ou au Japon (Kaplan, 1994), liée à la performance à court terme comptable. Elle est notamment provoquée par la perte de rentabilité courante. La croissance du chiffre d'affaires ou des résultats n'exerce, *a contrario*, aucun effet significatif.

Un déséquilibre entre l'évolution du niveau d'affaires et celui des ressources disponibles peut exposer les entreprises à des menaces extérieures. Les firmes à forte croissance du chiffre d'affaires et à faible ratio de liquidité sont des cibles potentielles. L'avantage pour les raiders est qu'ils peuvent, instantanément, réaliser des plus-values considérables s'ils parviennent à réaliser les projets abandonnés, faute de moyens, par les cibles (Myers et Majluf, 1984). De même, les firmes ayant une faible croissance du chiffre d'affaires et une forte liquidité peuvent être également convoitées par les prédateurs. L'explication fournie par la théorie de *free cash flow* de Jensen (1986) à cette contre-performance, est que les opportunités d'investissement dont disposent ces entreprises ne peuvent pas absorber les réserves de *cash* disponibles.

Les spécificités du contexte allemand font que de tels paramètres ne peuvent pas nous renseigner sur le caractère « opéable » -ou non- des entreprises et qu'il est ainsi difficile de se prononcer sur les conséquences d'un éventuel (dés)équilibre entre la variation de liquidité et celle du niveau d'activité. Particulièrement, le principe de la codétermination incite les dirigeants au surinvestissement. Mis en place en 1976, ce principe exige, dans les entreprises de plus de 2000 personnes, que la moitié des sièges du conseil de surveillance soit occupée par les représentants des salariés de l'entreprise ou des syndicats élus par l'ensemble des salariés<sup>11</sup>. Un nouvel investissement, peu rentable mais synonyme d'embauches ou du maintien des emplois existants, peut faire bénéficier les dirigeants du soutien des salariés. L'accès « facile » aux informations privées peut conduire, aussi, les salariés à se prononcer prématurément sur les éventuelles offensives, concocter une ligne de conduite hostile à tout changement et à employer certaines manœuvres dilatoires privant les actionnaires de réaliser instantanément des plus-values considérables. Du point de vue des actionnaires, mieux vaut avoir un dirigeant non contrôlé qu'un employé bien informé (Roe, 1998).

Malgré plusieurs recherches, nous n'avons relevé aucune étude traitant du phénomène de *free cash flow* chez les entreprises rhénanes. Quelques-unes tentent, toutefois, d'élucider les relations entre les investissements et les financements. Celle de Bond et al. (1997) s'appuie sur quatre échantillons d'entreprises de nationalité différente (1365 françaises, 361 belges, 571 britanniques et 228 allemandes) pour étudier les différences en termes de contraintes de financement durant la période 1978-1989. Les auteurs trouvent que les investissements matériels réalisés par les entreprises

---

<sup>11</sup> Dans les entreprises de moins de 2000 salariés, le taux de représentativité des salariés dans les conseils de

allemandes ne sont pas affectés, contrairement aux autres entreprises, par la variation du profit dégagé ou celui du chiffre d'affaires. Le même résultat est trouvé par Bond et al. (1999) lorsqu'il s'agit d'un investissement immatériel. Les auteurs observent une corrélation positive entre le niveau de *cash flow* et la décision d'investir dans la R&D chez un groupe de 263 firmes britanniques en 1992, et aucune relation significative chez un groupe de 246 firmes allemandes durant la même année. L'assistance bancaire, concluent les auteurs, leur permet de disposer plus facilement de réserves supplémentaires de ressources pour subvenir à leurs besoins de financement.

H3 : L'affiliation à une banque dominante permet à l'entreprise d'être moins sensible à la variation de ses liquidités et, par le même fait, moins exposée à la discipline par le marché.

#### 4) Le levier d'endettement

Une des vertus de l'endettement est qu'il permet de limiter le gaspillage de liquidités déclinant les dirigeants à verser des fonds qu'ils seraient autrement tentés de conserver (Jensen, 1988). A ce propos, Chirinko et Elston (1999) trouvent, sur un échantillon de 91 entreprises allemandes cotées entre 1988 et 1992, que la volatilité des *cash flows* (mesurée par le rapport entre l'écart-type et la moyenne des *cash flows*) exerce un effet positif et significatif sur le ratio d'endettement bancaire (mesuré par le rapport entre la dette bancaire à long terme et le total passif). Cependant, un endettement excessif peut rendre l'entreprise plus coûteuse (Harris et Raviv, 1988 ; Stulz, 1988) et permettre aux dirigeants, avec la simple complicité de la banque dominante, de se soustraire à la discipline par le marché<sup>12</sup>.

Comment aussi, s'interroge Boehmer (1999), peut-on affirmer que les banques allemandes veillent à protéger les intérêts des actionnaires mandants, alors que la masse de créances qu'elles détiennent dans les entreprises est, approximativement, dix fois supérieure à la somme représentative de leurs participations dans le capital ? S'il est admis que la maximisation de la valeur de la dette se réalise souvent aux dépens de celle de la valeur de marché des actions, il serait alors rationnel que les banques

---

surveillance est de 33%.

<sup>12</sup> Safieddine et Titman (1999) observent que, durant la période 1982-1991, 207 entreprises, sur un ensemble de 315 entreprises américaines restées indépendantes un an après une tentative d'OPA, recourent à l'endettement pour se défendre. Leur niveau médian de la dette totale rapportée à la valeur comptable de l'actif est de 59,8% un an avant la menace d'OPA et atteint 71,5% un an après. La valeur boursière croît aussi, 5 jours après l'annonce de l'OPA, plus rapidement chez les entreprises ayant augmenté leur endettement que celle des autres entreprises restées indépendantes sans pour autant recourir à l'endettement.

allemandes agissent et orientent les votes pour servir d'abord leurs intérêts de créanciers. Cette proposition est d'autant soutenable que les pratiques dans les conseils de surveillance ou dans les assemblées générales des actionnaires ne permettent pas au public de distinguer les droits de vote mandatés par les actionnaires individuels de ceux détenus par les banques grâce à leurs participations directes. En outre, l'accroissement de la dette peut, par l'augmentation du risque de défaillance, renforcer le pouvoir de négociation des banques vis-à-vis des salariés et réduire la probabilité de formation des syndicats (Bronars et Deere, 1991). A ce propos, Chirinko et Elston (1999) trouvent que l'influence bancaire, sous ses différentes formes (présidence du conseil de surveillance et/ou un pourcentage des droits de vote supérieur à 50%), amène les entreprises en question à réduire significativement leur ratio d'endettement bancaire.

H4 : Une banque dominante profite des mandats délivrés par les actionnaires minoritaires pour servir, d'abord, ses intérêts de créancier.

## **II. Mesure des variables et collecte des données**

Dans notre partie empirique, nous nous contenterons d'étudier l'évolution des variables censées caractériser la santé financière des cibles. Cinq types de variables ont été choisis concernant : la rentabilité des capitaux propres, la performance anticipée des capitaux propres, l'endettement bancaire, l'évolution du niveau d'activité et la liquidité.

### 1) Mesure des variables

#### *La rentabilité des capitaux propres (RCP)*

Nous calculons cette rentabilité, à l'égard de Cable (1985) et Perlitz et Seger (1994), par le rapport entre le bénéfice net (après impôt et intérêt) et l'actif net comptable. Les mesures comptables ont, dans le contexte allemand, un pouvoir explicatif plus important que les mesures prélevées sur le marché si l'on veut étudier la relation entre les caractéristiques du GE spécifiant l'influence bancaire et la performance des firmes (Edwards et Nibler, 1999). La structure de propriété ainsi que les droits de vote détenus par les banques sont des variables relativement stables en Allemagne. Elles ne devraient

donc pas, si elles sont prévisibles par le marché (hypothèse d'efficience), affecter la variation des cours des entreprises en question.

### *La performance anticipée des capitaux propres ou ratio de Marris (RM)*

Ce ratio est calculé par le rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres. Edwards et Weinchenrieder (1999) expliquent pourquoi, nous devons privilégier, comme mesure de la performance financière, ce ratio au Q de Tobin habituellement utilisé dans les études américaines et mesuré par le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et de la dette, d'une part, et le coût de remplacement des actifs, d'autre part. La première raison, d'ordre pratique, est spécifique au contexte allemand. La proportion de la dette émise sur le marché de capitaux allemand est faible et les informations sur les emprunts bancaires ne sont pas toujours publiées (Boehmer, 1999). On ne peut, donc, donner une valeur de marché «correcte» à l'ensemble de la dette. La deuxième raison est d'ordre théorique. Les actionnaires minoritaires cherchent plutôt la maximisation de la valeur de marché de leurs titres. Cette mesure permet donc de mieux rendre compte des objectifs de la Deutsche Bank et de voir si elle veille bien, dans ses décisions, aux intérêts de ses mandants. Appelé également ratio de Marris, le rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres signifie, quand il est supérieur à 1, que la rentabilité anticipée par les actionnaires est plus élevée que le coût des capitaux propres.

### *L'endettement bancaire (DB)*

Nous calculons ce ratio, à l'image de Comment et Schwert (1995), par le rapport entre la dette bancaire et la valeur comptable des capitaux propres. Cette mesure permet de cerner le poids des banques tant que créanciers par rapport à celui de l'ensemble des actionnaires. L'avantage de ce ratio est aussi de savoir si l'accession des banques à la propriété affecte -ou non- leur comportement de créancier. La comptabilité allemande comme d'ailleurs les données dont nous disposons ne nous permettent pas de dissocier l'endettement bancaire de l'endettement total. Nous supposons, ainsi, que l'endettement observé des entreprises étudiées est obtenu, pour l'essentiel, auprès de la Deutsche Bank et d'autres banques. Les statistiques de la Deutsche Bundesbank montrent que les emprunts bancaires représentent, à la fin de la décennie 1990 (ce qui correspond à notre période d'étude), 20% du total des fonds des entreprises, contre 3% pour les actions et 1% pour les obligations.

### *Evolution du niveau d'activité(DCA)*

Dans l'ensemble des travaux, l'évolution du niveau d'activité est une variable indicatrice de l'efficience dont fait preuve l'entreprise dans l'utilisation de ses actifs. Dans Comment et Schwert (1995), cette variable est calculée par la variation moyenne du chiffre d'affaires durant les quatre dernières années. Palepu (1986) calcule la variation moyenne sur une période de trois ans. A l'image de Schwert (1999), nous évaluons cette croissance par la variation en pourcentage du chiffre d'affaires d'une année n par rapport à celui de l'année n-1. Ce calcul annuel nous permet de mieux nous rendre compte des variations avant, pendant et après l'offre et de mieux cerner leurs impacts sur l'issue des offres. La croissance est jugée « bonne » lorsque la variation positive du chiffre d'affaires est supérieure à celle réalisée par l'entreprise pendant l'année précédente et à celle affichée par la moyenne du secteur.

### *Ratio de liquidité (LIQ)*

Le ratio de liquidité est calculé par le rapport entre l'actif net disponible et le total actif. Ce ratio indique la capacité de l'entreprise à s'acquitter de ses obligations à court terme durant une période où elle éprouve des difficultés financières. Cependant, disposer d'un actif liquide très important est synonyme de l'absence des projets rentables et d'une mauvaise gestion des ressources (Jensen, 1986). Harford (1999) ainsi que Opler et al. (1999) insistent sur l'importance de suivre l'évolution des réserves disponibles d'une entreprise dans le temps en la comparant systématiquement à celle des autres entreprises du même secteur. Dans notre étude, nous confronterons aussi, dans un objectif de comparaison avec les résultats de Schwert (1999), Comment et Schwert (1995) et de Palepu (1986), l'évolution en pourcentage du chiffre d'affaires, synonyme du degré d'efficience d'utilisation des actifs par les cibles, et le ratio de liquidité. Un déséquilibre entre la variation du niveau d'activité et le niveau de réserves disponibles peut, rappelons-le, attiser la convoitise des raiders.

## 2) Collecte des données

Les données comptables et financières ont été recueillies dans la base des données *World scope* qui permet une recherche par critères (pays, secteur, variable ...). Nous avons comparé les variables spécifiant les caractéristiques financières de chacune des cibles à celles des entreprises du

même secteur. Nous avons retenu, après avoir éliminé les entreprises ayant le statut de GmbH (sarl) et d'autres dont les données sont manquantes, 14 entreprises appartenant au secteur « papier » dont Felmühle Nobel, 20 entreprises appartenant au secteur « chimie » dont Continental et 22 autres appartenant au secteur sidérurgique dont Hoesch. La capitalisation boursière des entreprises n'est fournie dans cette base qu'en dollars US. Nous étions donc dans l'obligation de calculer les autres paramètres dans cette même monnaie. Les variables tels que la rentabilité des capitaux propres ou le ratio d'endettement sont directement fournies dans *World scope*. La variation du chiffre d'affaires, le ratio de Marris et le ratio de liquidité ont été calculés après transfert des données sur Excel. Nous avons étudié les caractéristiques financières des cibles sur trois périodes différentes. Une première de 3 ans avant l'offre, une deuxième correspondant à la période de l'offre et une troisième de 3 ans après l'offre. Les négociations entre les protagonistes ont duré 3 ans pour Felmühle Nobel, 2 ans pour Continental et un peu plus d'un an pour Hoesch.

### **III. Résultats**

Dans un premier temps, nous rappellerons les éléments de GE des cibles. Nous le ferons à travers la lecture des scénarios des offres reproduits, principalement, des travaux de Franks et Mayer (1998) et de Jenkinson et Ljungquist (1997). Dans un deuxième temps, nous exposerons leurs caractéristiques financières et nous essayerons, à travers le rapprochement des caractéristiques financières et des éléments de GE, respectivement de Felmühle Nobel, Continental et Hoesch, de détecter les facteurs déterminant le comportement de la Deutsche Bank envers chacune des offres.

#### 1) Eléments de GE et caractéristiques financières de Felmühle Nobel

##### *Scénario de l'offre et éléments de GE de Felmühle Nobel*

Les actionnaires majoritaires de Felmühle Nobel, en l'occurrence les frères Flick -Friedrich Christian et Gert-Rudolf - et autres actionnaires proches (36,5% du capital), accusent le Président de la firme, Herbert Blaschke, de ne pas réussir à négocier un meilleur prix de vente pour les produits et lancent une OPA en vue de le révoquer. Au moment même de l'offre, les dirigeants limitent, avec

l'accord de la Deutsche Bank, le droit de vote à un maximum de 5% par actionnaire. Deutsche Bank détient réellement 8% du capital de Nobel mais contrôle, grâce au système de procuration, 55% des droits de vote. Désabusés, les frères Flick et leurs alliés vendent leurs blocs d'actions de 40% à Veba qui détient désormais 51% du capital et prend, en 1989, le contrôle de Felmühle Nobel. Veba s'offre grâce à ses acquisitions successives deux sièges dans le conseil de surveillance dont celui de Président et tente sans succès d'abroger la restriction instaurée sur les droits de vote. Quelques mois plus tard, les frères Flick rassemblent de nouveau une participation de 10 à 20% dans le capital de la cible et incite Veba à lancer une offre totale qui échoue en raison du prix demandé par les actionnaires minoritaires. En 1990, la firme suédoise Stora finit par acquérir les blocs de contrôle auprès de tous les intéressés à la restructuration de Felmühle Nobel. Avec une position forte de 85% de participation (dont 24,9% reviennent à Patricia, une autre entreprise suédoise), Stora propose aux actionnaires minoritaires de racheter leurs actions à un prix de 540 DM. Ce prix est inférieur à celui payé à Veba et autres actionnaires majoritaires de 15%<sup>13</sup>. Malgré l'opposition de ses dirigeants, la BKA, l'Office fédéral des cartels, approuve l'offre en août 1990 et Felmühle Nobel est restructurée.

### *Caractéristiques financières de Felmühle Nobel*

Comparativement aux entreprises américaines décrites dans les travaux de Comment et Schwert (1995) et de Palepu (1986), Felmühle Nobel présente les caractéristiques financières typiques d'une cible. Le tableau n° 1 montre que Nobel affiche, pendant la période précédant l'offre, une rentabilité des capitaux propres nettement plus faible que celle du secteur. Elle est moins endettée en 1987 et 1988 notamment et accuse un déséquilibre entre l'évolution du niveau d'activité et ses liquidités. Cependant, la santé financière de Nobel a connu à partir de 1989 une nette amélioration justifiant, quelque part, le comportement protecteur de la Deutsche Bank. Son niveau d'activité a, plus que le secteur, renoué avec la croissance. L'entreprise a su garder aussi constante la rémunération des capitaux propres malgré la chute vertigineuse de celle du secteur à partir de 1988. Avec la complicité de la Deutsche Bank qui a favorisé l'instauration de la limitation à 5% des droits de vote, Nobel a plus que doublé son niveau d'endettement bancaire en 1989. Cette opération a été réalisée juste au moment de

---

<sup>13</sup> Cette pratique interdite aux Etats-Unis et en Grande Bretagne n'est pas étrangère en Allemagne. Jenkinson et Ljungqvist (1997) observent, sur un ensemble de quatre offres faites aux actionnaires minoritaires lors du changement de contrôle dans quatre entreprises différentes, que trois d'entre elles ont été réalisées à un prix inférieur à celui du

l'intervention de Veba qui a aussitôt abandonné son projet d'offre totale. L'endettement, comme il a été signalé par Harris et Raviv (1988) et Stulz (1988), réduit l'attrait du rachat en rendant la cible plus coûteuse.

Tableau n° 1 :

Caractéristiques financières de Felmühle Nobel avant, pendant et après les offres des frères Flick, de Veba et de Stora

	Avant			Pendant			Après		
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
RCP	2,1	9,66	9,86	10,63	8,78	11,99	-	-	-
Moy. secteur	13,755	41,41	18,556	10,779	3,251	3,788	-0,047	-5,844	-11,731
Ecart-type	(1,930)	(45,828)	(15,867)	(6,685)	(11,950)	(10,245)	(27,262)	(23,139)	(27,394)
DB	31,91	37,59	53,61	44,68	114,71	123,66	-	-	-
Moy. secteur	18,397	25,007	59,197	62,474	97,774	85,886	86,494	88,019	108,613
Ecart-type	(18,496)	(35,914)	(43,269)	(42,672)	(63,698)	(61,385)	(64,390)	(71,809)	(96,831)
RM	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	1,795	-	-	-
Moy. secteur	n.c.	n.c.	1,394	1,560	2,100	2,045	2,249	2,380	2,617
Ecart-type			(0,305)	(0,341)	(0,328)	(0,559)	(0,908)	(1,010)	(0,966)
$\Delta$ CA	0,339	0,266	0,476	-0,043	0,386	0,129	-	-	-
Moy. secteur	0,336	0,299	0,433	-0,086	0,154	0,177	0,041	-0,023	-0,141
Ecart-type	(0,028)	(0,048)	(0,200)	(0,082)	(0,072)	(0,125)	(0,075)	(0,332)	(0,132)
LIQ	0,061	0,060	0,031	0,008	0,009	0,019	-	-	-
Moy. secteur	0,089	0,065	0,097	0,126	0,107	0,097	0,084	0,064	0,065
Ecart-type	(0,088)	(0,033)	(0,052)	(0,083)	(0,082)	(0,106)	(0,096)	(0,078)	(0,082)

L'observation des caractéristiques financières nous permet aussi de retenir notre hypothèse H3 stipulant que l'affiliation à une banque dominante permet à l'entreprise d'être moins sensible à la variation de ses liquidités et, par le même fait, d'échapper à la discipline par le marché. D'après Franks et Mayer (1998), Nobel a maintenu un dividende par action égal à 10 DM de 1985 à 1989 pour le faire passer à 12 DM en 1990. Cette manœuvre, malgré un niveau faible de liquidité, a été effectuée dans l'objectif de

---

marché. Les écarts sont de 15% à 64% selon le cas.

fidéliser les actionnaires minoritaires ; la réaction du marché est restée, d'après les mêmes auteurs, quasiment invariable pendant la semaine de l'offre lancée par Veba.

## 2) Eléments de GE et caractéristiques financières de Continental

### *Scénario de l'offre et éléments de GE de Continental*

L'opération se déroule dans un contexte de stagnation des ventes et de surcapacités de production dans l'industrie des pneus. Après avoir recueilli 5% des actions de Continental, son concurrent direct, Pirelli annonce à sa consœur son intention de la racheter, offre que l'Italien qualifiait d'amicale. L'initiative a été, à son début, approuvée par deux membres du conseil de surveillance de Continental dont le représentant de la Deutsche Bank. Le Président de Continental, Host Urban, déconseille l'offre à Morgan Grenfell, filiale d'investissement de la Deutsche Bank, et presse le directoire d'agir à l'encontre de la proposition de Pirelli. Pour sauver la face, Deutsche Bank s'est rétractée pour se rallier enfin avec la direction de Continental. Afin de gagner la confiance et surtout le vote des salariés, le Président de la cible promet de négocier avec son rival en faveur d'une fusion. Les affaires ont pris un nouveau tournant lorsqu'un groupe d'actionnaires minoritaires convoque une assemblée extraordinaire<sup>14</sup> et tente d'abroger la limitation des droits de vote (qui nécessite une simple majorité) et de faire aboutir l'offre de Pirelli (qui nécessite 75% des voix). Fixée à 5%, la limitation des droits de vote a été introduite par le conseil de surveillance en 1984. Complaisante, la Deutsche Bank tente, avec l'aide de trois géants de l'industrie automobile (Daimler-Benz, Volkswagen et BMW), de former un pool de contrôle d'au moins 25% de droits de vote. A l'insu du directoire, la limitation des droits de vote a été supprimée, non pour longtemps, à une majorité de 65,97% des voix. Le conseil de surveillance, hostile à l'offre mais favorable à une coopération avec Pirelli, accuse le directoire de temporisation et révoque aussitôt le Président. Les négociations entre les protagonistes ont repris et ont duré 8 mois, pendant lesquels les membres du directoire de Continental ont été partagés sur les bien-fondés de l'offre. Continental, dans l'objectif d'évincer l'assaillant, s'est engagée dans des vastes opérations de restructuration en fermant certaines unités de fabrication à l'étranger et en vendant

---

<sup>14</sup> Un actionnaire ou un groupe d'actionnaires détenant plus de 10% de droits de vote (ou plus de 2 millions de DM de participation) peuvent soumettre n'importe quelle proposition au vote dans les assemblées générales et peut également avoir recours aux tribunaux pour demander, à titre exceptionnel, un audit par exemple (Edwards et

certaines divisions secondaires. Incessamment, le tribunal de Hanovre annule, à la demande de la direction de Continental et de certains actionnaires minoritaires, la suppression de la limitation des droits de vote. Ils accusent Pirelli d'avoir agi en concert avec ses alliés et de ne pas respecter non plus sa promesse de participation croisée avec la cible. Quatre mois plus tard, des nouveaux alliés à Pirelli réussissent à prendre des participations dans Continental encourageant le premier à renouveler son offre au second. Pour la deuxième fois, l'offre est refusée par le nouveau Président de Continental, Hubertus von Grünberg. Il impose aux raiders, Pirelli et ses alliés ensemble, la limitation à 5% des droits de vote lors de l'assemblée générale des actionnaires les accusant, de nouveau, d'agir en concert.

### *Caractéristiques financières de Continental*

De nombreux auteurs affirment que l'opacité du système de gouvernement des entreprises allemandes et l'assistance bancaire favorisent l'enracinement des dirigeants aux dépens des actionnaires. Le cas de Continental permet, toutefois, d'atténuer la portée de cette assertion. Malgré les efforts déployés pour faire repousser le spectre de l'OPA, le Président de Continental, Horst Urban, n'a pas réussi à sauvegarder son poste. Comme il a été clairement avoué par le conseil de surveillance, cette décision a été prise dans l'objectif de faciliter le rapprochement entre les deux groupes. Aussi, la révocation du Président du directoire est, en parallèle avec les travaux de Kaplan (1995), certainement motivée par la performance courante de l'entreprise qui a accusé, en 1990 et 1991, une baisse considérable, notamment, au niveau de la rentabilité des capitaux propres. Cette baisse a été suivie, d'après les résultats de Franks et Mayer (1998), par celle du dividende par action qui est passé de 8 DM, en 1987 et 1988, à 4 en 1990. La rentabilité des capitaux propres s'est vite redressée à partir de 1992, un an après le changement du Président, sans pour autant atteindre les niveaux réalisés durant la période d'avant OPA ou ceux affichés par l'ensemble du secteur. La capitalisation boursière rapportée à la valeur comptable des capitaux propres demeure sur l'ensemble de la période d'analyse (1987-1994) inférieure à celle observée pour le secteur et atteint son niveau le plus faible pendant la première année de l'offre. Ce résultat est conforme à celui de Edwards et Weicherieder (1999) qui trouvent que la présence des banques dans le capital d'une entreprise ne favorise pas l'accroissement de la valeur boursière.

---

Weinchenrierder, 1999).

Malgré ses mauvaises performances financières, Continental a bénéficié du soutien de la Deutsche Bank. La lecture du tableau n° 2 montre que l'entreprise n'a pas cessé d'augmenter son ratio d'endettement bancaire à partir de l'année 1991 afin de le stabiliser à un niveau avoisinant les 150%. Cet endettement n'est, sauf pour des raisons liées à l'OPA, pas justifié. A partir de la même année, le niveau d'activité a accusé, comme d'ailleurs est le cas pour l'ensemble du secteur, un léger repli qui a perduré et qui a affecté son niveau de liquidité. Contrairement au cas de Felmühle Nobel, nous ne voyons pas, dans l'examen des caractéristiques financières de Continental, de justifications à la Deutsche Bank dans son comportement protecteur de la cible. En dehors des intérêts nationaux suscités par l'identité du raider, la banque dominante n'a certainement pas agi dans l'intérêt de ses actionnaires mandants et a plutôt favorisé ceux des salariés qui étaient, logiquement, les plus touchés dans la restructuration de Continental.

Tableau n° 2 :

Caractéristiques financières de Continental avant, pendant et après l'offre de Pirelli

	Avant			Pendant		Après		
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
RCP	18,06	14,06	14,87	5,84	-8,08	9,83	5,31	4,69
Moy. secteur	13,285	16,303	14,467	17,808	16,194	7,074	4,341	11,148
Ecart-type	(8,545)	(7,640)	(22,453)	(16,252)	(23,399)	(13,294)	(9,117)	(15,288)
DB	100,89	72,66	79,15	98,84	142,80	153,24	144,27	141,71
Moy. secteur	38,141	41,440	45,724	42,603	47,559	56,705	62,285	53,674
Ecart-type	(39,465)	(44,364)	(34,895)	(38,509)	(47,035)	(57,627)	(78,607)	(71,831)
RM	1,258	1,534	1,735	1,141	1,321	1,192	1,665	1,448
Moy. secteur	1,872	1,947	2,219	2,097	1,897	1,860	2,169	2,165
Ecart-type	(1,191)	(0,770)	(0,679)	(0,814)	(0,825)	(1,014)	(1,172)	(0,913)
ΔCA	n.c.	0,372	0,113	0,153	0,082	-0,033	-0,099	0,181
Moy. secteur	n.c.	0,023	0,190	0,130	0,099	-0,077	-0,115	0,229
Ecart-type		(0,219)	(0,386)	(0,192)	(0,155)	(0,082)	(0,049)	(0,133)
LIQ	0,125	0,110	0,087	0,032	0,010	0,008	0,014	0,017
Moy. secteur	0,137	0,084	0,082	0,094	0,092	0,074	0,077	0,070
Ecart-type	(0,098)	(0,049)	(0,056)	(0,069)	(0,068)	(0,062)	(0,064)	(0,069)

### 3) Eléments de GE et caractéristiques financières de Hoesch

#### *Scénario de l'offre et éléments de GE de Hoesch*

Octobre 1991, Krupp révèle au public sa participation de 24,9% (recueillie discrètement en bourse par le biais du Crédit Suisse) dans le capital de Hoesch, son rival dans l'industrie sidérurgique et dévoile son intention de prendre le contrôle<sup>15</sup>. Cette manœuvre vient après plusieurs tentatives de rapprochement jugées nécessaires, durant les années 1980, pour la restructuration du secteur mais vainement menées par les deux groupes. Deutsche Bank, à la fois banque-maison et Président du conseil de surveillance de Hoesch approuve l'offre. Elle détient 10% du capital et 12% des droits de vote grâce aux mandats délivrés par les actionnaires minoritaires. Les dirigeants de Hoesch n'expriment, au préalable, aucune opposition sauf que les syndicats des salariés les font réagir qualifiant l'offre d'inamicale. La colère des salariés devient grandissante quand Krupp annonce, dans son plan de restructuration appelé « Hoesch 2000 », la limitation à 1 800 à la place des 110 000 emplois présents. Le Président de Hoesch, Kajo Neukirchen, change de ton et suspend deux membres du directoire accusés de plaider en faveur de l'offre. Quelques mois plus tard, le raider réussit, avec l'accord des autorités compétentes, à accroître sa participation à 51% puis à 62% dans la cible<sup>16</sup>. La présidence du conseil de surveillance, assurée par la Deutsche Bank, a joué un rôle déterminant dans l'aboutissement de l'offre, et ce malgré l'opposition des salariés membres. Mars 1992, Krupp procède, sans difficultés, à l'annulation de la limitation des droits de vote fixée à 15% par actionnaire. Cette limitation a été introduite par le conseil de surveillance en 1977. L'assemblée générale des actionnaires, menée par la Deutsche Bank, approuve l'offre à hauteur de 99,7% des voix et révoque le Président, Kajo Neukirchen. Des plaintes déposées par trois actionnaires minoritaires pour traitement non équitable ont été rapidement rejetées par la justice qui a rendu l'OPA effective le 8 décembre de la même année. Ainsi, pour la première fois en Allemagne, une entreprise rachète une autre par le biais d'une OPA

---

<sup>15</sup> Les raiders ne sont pas dans l'obligation de dévoiler instantanément au public leur intention de prendre le contrôle. Ils étaient tenus, simplement, de préciser, dans leurs rapports annuels, les participations qui procurent plus de 25% de droits de vote (5% pour le cas des Etats-Unis).

<sup>16</sup> Les institutionnels (des compagnies d'assurance notamment), censés être le noyau dur du groupe, ont fini par céder leurs paquets de titres réalisant des plus-values non négligeables. Aussi, la banque WestLB a cédé sa participation de 17% détenue dans le groupe Hoesch et considérée, dans les milieux financiers, comme un signe de stabilité de ce dernier.

hostile.

### *Caractéristiques financières de Hoesch*

Riche en enseignements, la prise de contrôle de Hoesch par Krupp montre que les plus grandes des banques allemandes ne craignent plus de ternir leur réputation en profitant de leur position dominante dans les cibles pour soutenir les initiateurs de l'offre. La Deutsche Bank a joué un rôle central dans l'aboutissement de l'offre en révoquant notamment le Président de la cible et en maintenant, toujours dans l'objectif de faciliter l'offre, à 15% la limitation des droits de vote par actionnaire. La limitation des droits de vote, en tant que dispositif anti-OPA, est moins efficace quand elle est fixée à un niveau plus élevé. Cette restriction n'a pas ainsi empêché Krupp avec une participation de 24,9% dans Hoesch d'orienter le vote en faveur de son abrogation. Cependant, les caractéristiques financières de Hoesch justifient-elles le comportement de la banque dominante ?

Le tableau n° 3 montre que la rentabilité des capitaux propres accuse, depuis 1988 et jusqu'à l'année de l'offre, un niveau faible et nettement inférieur à celui du secteur. Les valeurs prélevées du ratio Marris indiquent également que la valeur boursière a été assez souvent inférieure à la valeur comptable des capitaux propres. Ces mauvaises performances, malgré une croissance honorable du chiffre d'affaires jusqu'en 1990, ont, semble-t-il, fléchi la Deutsche Bank et motivé sa décision de mettre fin à son mariage avec le groupe. L'entreprise a accusé également un déséquilibre entre la variation du niveau d'activité (en croissance durant la période précédant l'offre) et le niveau de liquidité (constant durant cette même période). Cependant, nous ne pouvons nous prononcer, dans le contexte allemand, sur le caractère opérable ou non d'une entreprise présentant un tel déséquilibre. En effet, l'amélioration au niveau de la liquidité de l'entreprise peut être très logiquement la conséquence de l'endettement massif réalisé un an auparavant.

Comment doit-on ainsi interpréter cet endettement alors que la Deutsche Bank n'a pas manifesté le moindre intérêt dans la sauvegarde du groupe ? Deux explications sont possibles. L'accroissement de la dette peut être considéré comme une ultime tentative de la banque pour améliorer la performance du groupe. Il peut être aussi compris, dans le sens de Bronars et Deere (1991), comme un moyen pour la banque de renforcer, par l'accroissement du risque de faillite, son pouvoir de négociation vis-à-vis des salariés du groupe. Cette dernière explication est d'autant plausible que

Hoesch a vu, durant la même année de l'offre, son endettement baisser après trois années d'augmentations consécutives. D'après Franks et Mayer (1998), les salariés du groupe n'ont pas hésité à accuser publiquement la Deutsche Bank de trahison.

Tableau n° 3 :

Caractéristiques financières de Hoesch avant, pendant et après l'offre de Krupp

	Avant			Pendant	Après		
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
RCP	4,20	4,67	7,56	7,30	-	-	-
Moy. secteur	8,443	10,039	12,340	9,232	-5,835	2,684	1,196
Ecart-type	(7,829)	(9,716)	(10,983)	(14,038)	(32,568)	(21,606)	(27,557)
DB	51,51	94,16	149,67	103,31	-	-	-
Moy. secteur	75,263	80,680	78,418	110,467	112,605	141,675	95,628
Ecart-type	(82,574)	(93,520)	(81,731)	(103,049)	(127,883)	(163,652)	(100,234)
RM	0,874	1,543	0,828	1,099	-	-	-
Moy. secteur	1,510	1,942	2,596	2,507	1,550	2,186	2,285
Ecart-type	(0,588)	(0,759)	(1,602)	(1,736)	(0,615)	(0,813)	(1,061)
$\Delta$ CA	0,006	0,343	0,331	-0,206	-	-	-
Moy. secteur	0,005	0,174	0,121	0,159	-0,040	-0,112	0,223
Ecart-type	(0,113)	(0,098)	(0,333)	(0,318)	(0,098)	(0,116)	(0,241)
LIQ	0,020	0,025	0,029	0,045	-	-	-
Moy. secteur	0,034	0,048	0,057	0,034	0,033	0,043	0,060
Ecart-type	(0,030)	(0,049)	(0,068)	(0,054)	(0,044)	(0,060)	(0,078)

## Conclusion

Si les OPA sont rares en Allemagne, elles ont, paradoxalement, fait évoluer d'une manière sensible le système de GE rhénan. Avant janvier 1995, date d'application du droit européen en matière de transparence et de protection des actionnaires minoritaires, il n'existait en Allemagne aucune loi boursière réglementant les OPA. Dès qu'une opération financière permettait à un investisseur de prendre le contrôle de plus de 25% à 50%, la BKA peut intervenir pour l'annuler ou imposer certaines

restrictions si le libre jeu de la concurrence est remis en cause. Seules les opérations dont le montant est supérieur à 500 millions DM sont concernées. Ce manque de transparence a souvent opposé le modèle allemand, considéré fondamentalement comme un système orienté vers les banques, à celui des États-Unis, système orienté, plutôt, vers les marchés. Dans les systèmes orientés vers les banques, les actionnaires minoritaires ne bénéficient pas d'une protection suffisante (Roe, 1998). Dans le cas de Hoesch par exemple, Franks et Mayer (1998) notent que les actionnaires ayant vendu leurs titres avant l'annonce de l'OPA ont bénéficié d'une plus-value de 16,5% alors ceux ayant attendu l'annonce officielle ont vu leurs titres perdre près de 12,8%. Cette discrimination n'est pas, par exemple, autorisée en Grande Bretagne où le raider doit faire une offre au prix au moins égal à celui offert durant les 12 derniers mois.

Pour pallier cette insuffisance en terme de protection des actionnaires minoritaires, l'Allemagne a adopté successivement deux directives. La première, datée de 1994, est appelée WpHG et porte sur le commerce des valeurs. Elle sanctionne sévèrement les délits d'initié et oblige les firmes à publier toutes les informations susceptibles d'affecter le cours en bourse. Elle contraint également les firmes qui détenant plus de 50% du capital d'une autre firme, de faire une offre équitable aux actionnaires minoritaires pour racheter leurs parts. C'est la BAWe (l'équivalent de la COB en France), entrée en fonction début 1995, qui est chargée de la faire respecter. La deuxième loi, appelée KonTraG, porte sur le contrôle et la transparence des grandes entreprises. Rejetée en décembre 1997 puis votée par le Bundestag (Parlement) en mars 1998, cette loi vise, principalement, à améliorer le fonctionnement des conseils de surveillance et élargir ses devoirs dans l'intérêt des actionnaires. Elle stipule qu'un membre ne peut, désormais, siéger dans plus de dix conseils, un fauteuil de Président comptant double. Le nombre minimum de réunions est passé de 2 à 4 par an. La loi s'attaque aussi à l'influence des banques dans les entreprises. Les cas d'OPA étudiés dans notre présent article illustre le pouvoir des banques *via* leurs mandats en conseil de surveillance. Désormais, les banques doivent rendre publiques leurs participations de plus de 5% dans les firmes. Elles ne recevront plus de procurations illimitées de la part des épargnants mandants. Leur vote dans les assemblées devrait d'abord servir les intérêts des actionnaires minoritaires. En revanche, le gouvernement allemand n'a pas réussi à réduire l'influence des syndicats et des représentants du personnel qui occupent la moitié des sièges au sein du conseil de surveillance. La proposition de ramener le nombre d'administrateurs à 12, au lieu de 20 actuellement, dans les firmes employant plus de 20 000 salariés a été rejetée par le Bundestag.

## Bibliographie

- Boehmer E., « Corporate governance in Germany: Institutional background and empirical results », Working paper, décembre, Humboldt University, 1999.
- Bond S., Elston J., Mairesse J., Mulkay B., « Financial factors and investment in Belgium, France, Germany and the UK: a comparison using compagny panel data », *NBER*, Working paper, n° 5900, Janvier, 1997.
- Bond S., Harhoff D., Reenen J.V., « Investment, R&D and Financial Constraints in Britain and Germany », Working paper, *Institute for Fiscal Studies*, London, 1999.
- Bronars S., Deere D., « The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholder wealth », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 16, p. 231-254, 1991.
- Cable J., « Capital market information and industrial performance: The role of west German banks », *Economic Journal*, n° 95, p. 118-132, 1985.
- Chirinko R.S., Elston J.A., « Finance, control, and profitability: An evaluation of German bank influence », Working paper, WZB Berlin, 1999.
- Comment R., Schwert G.W., « Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures », *Journal of Financial Economics*, vol. 39, p. 3-43, 1995.
- Diamond D.W., « Financial intermediation and delegated monitoring », *Review of Economics Studies*, vol. 51, p. 393-414, 1984.
- Edwards J., Nibler M., « Corporate governance in Germany: The influence of banks and large equity holders », Working paper n° 180, *Center for Economic Studies*, Munich, 1999.
- Edwards J., Weichenrieder A.J., « Ownership concentration and share valuation: Evidence from Germany », Working paper n° 193, *Center for Economic Studies*, Munich, 1999.
- Franks J., Mayer C., « Bank control, takeovers and corporate governance in Germany », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 1385-1403, 1998.
- Franks J., Mayer C., *Ownership, control and the performance of German corporations*, Mimeo, 1997.
- Gorton G, Schmid F.A., « Universal banking and the performance of German firms », Working paper, University of Pennsylvania, 1998.

Harford J., « Corporate cash reserves and acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 6, p. 1969-1997, 1999.

Harris M., Raviv A., « Corporate control contests and capital structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 55-86, 1988.

Jenkinson T., Ljungqvist A., « Hostile stakes and the role in german corporate governance », Working paper, Business School, Oxford University, p. 1-30, 1997.

Jensen M.C., « Agency costs of Free Cash-Flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329, 1986.

Jensen M.C., « Takeovers: Their causes and consequences », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, p. 21-48, 1988.

Kaplan S.N., « Corporate governance and incentives in German companies: Evidence from top executive turnover and firm performance », *European Financial Management*, vol. 1, n° 1, p. 23-36, 1995.

Kaplan S.N., « Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan the U.S. », *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 3, p. 510-546, 1994.

Lang L.H.P., Stulz, R.M., Walking R.A., « Managerial performance, Tobin's q, and the gains from successful tender offers », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, p. 137-154, 1989.

Liouville J., « Les entreprises allemandes sont-elles à l'abri des acquisitions hostiles ? », *Revue d'Economie Financière*, p. 63-87, novembre-décembre, 1992.

Myers S.C., « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n° 2, p. 147-175, 1977.

Myers S.C., Majluf N., « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 157-187, 1984.

Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., « The determinants and implications of corporate cash holdings », *Journal of Financial Economics*, vol. 52, p. 3-46, 1999.

Palepu K.G., « Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, p. 3-35, 1986.

Perlitz M., Seger F., « The role of universal banks in german corporate governance », *Business and the Contemporary World*, vol. 6, p. 49-67, 1994.

Roe M.J., « German codetermination and German securities markets », *Columbia Law Review*, vol.

98, n° 1, p. 167-183, 1998.

Safieddine A., Titman S., « Leverage and corporate performance : evidence from unsuccessful takeovers », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 547-580, 1999.

Schroeder U., Schrader A., *The changing role of banks and corporate governance in Germany: Evolution towards the market?*, in Black S.W., Moersch M. (eds), « Competition and convergence in financial markets », Elsevier, p. 17-34, 1998.

Schwert G.W., « Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder? », *NBER Working paper*, n° 7085, avril, 1999.

Stulz R.M., « Managerial control of voting rights : financing policies and the market of corporate control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 25-54, 1988.

Tilly R.H., « Banking institutions in historical and comparative perspective: Germany, Great Britain and the United States in the nineteenth and early twentieth century », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 145, p. 189-209, 1989.

Wirtz P., « Evolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises : le cas Krupp-Thyssen », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 1, p. 117-143, 1999.