



La loi anti-OPA, contresens économique, contresens financier

La menace plane : certains de nos champions nationaux pourraient passer sous contrôle étranger. Et de fait, près de la moitié de la capitalisation boursière de la place de Paris est déjà aux mains d'institutionnels étrangers. Les rumeurs d'opéra-

tions hostiles vont bon train, et les pouvoirs publics refusent d'assister impuissants à la vente à l'encan, puis au dépeçage de nos champions nationaux.

Le gouvernement français est donc parti en guerre contre les excès du capitalisme financier, et légifère. Le projet de « loi OPA »,

qui donnerait à la direction de l'entreprise davantage de moyens pour s'opposer à une prise de contrôle non sollicitée, devrait bientôt être approuvé par le Parlement. Simultanément, le projet de loi sur la participation prétend faire des salariés les propriétaires de leurs entreprises afin de



constituer des noyaux durs d'investisseurs de long terme. Là aussi, l'un des objectifs est de rendre plus difficiles les restructurations initiées par des acteurs externes à l'entreprise.

Ces deux projets sont de véritables contresens financiers et économiques ; ils traduisent la défiance et l'incompréhension dont les marchés financiers font encore largement l'objet en France. Ils nuisent aux actionnaires, sans bénéficier aux salariés. Seules les équipes dirigeantes sortent gagnantes de ces mesures qui protègent leurs carrières, souvent menacées par les acquisitions étrangères. Au total, sous prétexte de protéger les emplois, on protège les directions, à grands frais pour la collectivité.

Commençons par la « loi OPA ». La principale nouveauté de cette loi est de permettre aux entreprises de mieux résister aux offres hostiles en émettant des bons de souscription d'actions à un tarif préférentiel. Les parts de l'acquéreur potentiel sont alors diluées, si bien que la prise de contrôle devient plus onéreuse.

L'effet de ces « pilules empoisonnées » importées des Etats-Unis est de permettre aux équipes dirigeantes de se barricader au détriment des actionnaires, alors que ces derniers touchent de larges primes en cas d'acquisition. Ces primes reflètent les synergies réalisées en cas de restructurations, donc de la création de richesses réelle dans l'économie. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle ces fameuses « poison pills », un temps tolérées par la jurisprudence de certains Etats, ne sont plus en odeur de sainteté outre-Atlantique.

Mais les actionnaires ne sont pas les seuls perdants de ces dispositifs anti-OPA. Plusieurs études réalisées en Europe montrent en effet que les acquisitions par une entreprise étrangère sont suivies en moyenne de gains de productivité, puis de hausses de salaires, sans destructions d'emploi. En revanche, les membres de l'ancienne équipe dirigeante en font les frais puisqu'ils sont le plus souvent remerciés par leur nouvel actionnaire. En limitant la concurrence entre équipes dirigeantes qu'instille la possibilité d'OPA, les études américaines montrent qu'on réduit la productivité, la rentabilité et la valeur des entreprises, sans bénéficier à la masse des salariés.

Par Augustin Landier et David Thesmar*



« Seules les équipes dirigeantes sortent gagnantes de ces mesures... sous prétexte de protéger les emplois, on protège les directions »

En revanche, on se prive d'un mécanisme vital qui transfère rapidement les ressources de notre économie vers les dirigeants les plus talentueux et les secteurs les plus porteurs. Ce ligotage partiel de l'appareil productif n'a pas de contrepartie positive : les ajustements douloureux finissent par se faire de toute façon sous la pression de la compétition internationale. En stoppant les OPA, on n'empêche pas les changements inéluctables ; on ne fait que les retarder en bloquant la « machine à anticiper » qu'est le marché.

Le projet de loi sur la participation, qui cherche à la fois à rendre les acquisitions plus difficiles en constituant une minorité de blocage interne à l'entreprise, tout en prétendant améliorer le partage de la valeur ajoutée, constitue une réforme plus absurde encore du point de vue économique. Le dispositif prévoit la distribution aux salariés d'actions « gratuites ». Gratuites, ces parts nouvelles du capital ne le sont bien évidemment pas : ce sont les actionnaires (et le contribuable, via une fiscalité avantageuse) qui paient – en voyant leur part diluée – une politique salariale apparemment plus généreuse.

Mais si une entreprise souhaite récompenser ses salariés en cas de profits exceptionnels, pourquoi ne pas simplement leur verser une prime en liquide, laissant l'intéressé décider de son usage ? Au travers de leur emploi, les salariés sont déjà fortement exposés à la santé de leur entreprise. Si celle-ci décline, le risque de perdre son emploi se doublera d'une perte de niveau d'épargne, précisément au moment où elle est le plus nécessaire. Le résultat risque d'être à l'opposé du but recherché : cette prise de risque supplémentaire qu'on leur impose pourrait bien accentuer l'allergie au capitalisme de nos concitoyens.

Lancer ces réformes dans une période de relative euphorie boursière rend ce danger d'effet boomerang plus grand encore : le malaise pourrait être sévère lorsque les salariés réaliseront qu'une partie de leur épargne, non diversifiée, a fondu comme neige au soleil. A toutes fins utiles, rappelons que, outre-Atlantique, l'un des traumatismes majeurs de l'affaire Enron est venu du fait que de nombreux employés avaient été fortement incités à investir leur épargne-retraite dans l'entreprise, au lieu de cotiser dans des fonds diversifiés.

Au bouillonnement imprévisible des marchés, à la destruction créatrice dont la finance est parfois le moteur, la tendance actuelle est de préférer le calme et la sérénité du capitalisme de connivence français avec des équipes dirigeantes formées chez nous et placées à l'abri de dispositifs anti-OPA. On voudrait croire ici qu'une élite restreinte est mieux à même de prendre des décisions éclairées qu'une « meute » d'opérateurs financiers ignorants, myopes et irrationnels. Mais toutes les recherches sérieuses prouvent le contraire : c'est le marché qui se trompe le moins sur le bien-fondé des OPA.

Mais le gouvernement français a fait le choix inverse : il offre la protection de l'Etat aux grandes entreprises. En échange, il compte sur celles-ci pour monter le Meccano industriel dans le respect des intérêts nationaux. On peut pourtant douter qu'il s'agisse du souci majeur des dirigeants de nos champions, lesquels sont déjà largement apatrides.

** Augustin Landier est maître de conférences à New York University. David Thesmar, professeur associé de finance d'entreprise à HEC, enseigne également à l'Ecole polytechnique.*