



Observatoire politico-économique
des structures du Capitalisme

FUSION NYSE-EURONEXT : **NOTE SUR LE RAPPORT LACHMANN¹**

Eric Grémont

Un document répondant à une situation exceptionnelle

Alors que *Deutsche Börse* et Euronext semblaient incapables de s'entendre pour la création d'un grand marché européen, le Nyse est venu s'immiscer dans le jeu en proposant à Euronext de sortir de cette situation par le haut moyennant une fusion entre égaux. La direction d'Euronext a accueilli ce mouvement favorablement en signant un accord de rapprochement entre le Nyse et Euronext (*Combination Agreement* signé par les deux parties le 1^{er} juin 2006). A peine quelques jours plus tard G. Mestrallet² actuel Président de Paris Europlace (association ayant pour objet sociale la promotion de la place financière de Paris) commandait à H. Lachmann un rapport concernant le futur d'Euronext. Celui-ci, rendu public dans le courant du mois d'octobre, a fait l'objet d'une large publicité. Quoique l'objet de la présente note ne soit pas de faire l'analyse de son contenu technique mais de soupeser sa portée réelle, relevons toutefois que le document attaque la structure de gouvernance envisagée pour l'ensemble Nyse-Euronext³ et évoque une organisation susceptible de faire revenir *Deutsche Börse* dans le jeu.

Une manifestation d'impuissance ?

Pourtant à première vue même si le document traduisait la volonté unanime des grands institutionnels français, avec à peine 20% du capital domicilié en France y compris les personnes privées, et, malgré la constitution d'un pacte d'actionnaires réunissant 11% des voix, on imagine mal ceux-ci se montrer capables d'enrayer le processus de fusion avec le Nyse, surtout si les fonds étrangers poussent en ce sens⁴. Il faut pourtant modérer considérablement cette impression, chacun des grands institutionnels français dispose de moyens incomparablement supérieurs aux fonds Atticus et Children's Fund⁵ et leur capitaux sont souvent domiciliés en dehors de France.

¹ *Evaluation des scénarios de consolidation boursière impliquant Euronext : Rapport de la mission confiée à Henri Lachmann par le président de Paris Europlace*, 4 octobre 2006.

² Et PDG de Suez il devrait vraisemblablement devenir le PDG de Suez-GDF.

³ La structure de gouvernance telle qu'elle est envisagée prévoit plus de voix pour les américains que pour les européens.

⁴ Voir tableau n°3 pour situer les participations d'Atticus Management LLC et de TCI (The Children Investment Fund's).

⁵ Le rapport de force réel est de l'ordre de un pour 30 dans le meilleur des cas.

La force des investisseurs institutionnels Français

Une bonne partie des fonds contrôlés par les institutionnels français en fonds propres ou pour compte de tiers ne sont pas domiciliés en France, il est donc évident que les 20% évoqués⁶ ne constituent qu'un minimum, d'ailleurs on doit souligner que les établissements détenant des titres et évoqués par le document AMF relatif au pacte d'actionnaires⁷ sont parfois basés hors de France. Hors du pacte d'actionnaires on doit noter la présence probable de Harris Associates LP qui a notifié un passage à la baisse du seuil des 5 % du capital. Or Harris Associates est étroitement liée à IXIS Management, filiale de NATIXIS⁸. Le rapprochement de la CNCE et des Banques populaires étant récent, la position considérable à laquelle pourra prétendre la nouvelle institution ne s'est pas encore traduite au niveau de sa participation active à Paris Europlace, ni au sein du pacte d'actionnaires. Enfin, il n'est pas inutile de rappeler que dans le cas d'une solution allemande on a peu de chances de voir Allianz et la Deutsche Bank⁹ s'opposer à moins que la pérennité de la place de Francfort ne soit mise en danger ce qui n'est clairement pas le cas dans le cadre des propositions du rapport Lachmann.

Un pacte d'actionnaires très significatif

Dans ce contexte, on doit souligner que le pacte d'actionnaires publicisé le 20 avril 2006 permet surtout aux grands institutionnels français de sortir de l'ombre et de se mettre à la manœuvre ; une posture qui leur aurait été interdite s'ils avaient conservés la simple casquette de gestionnaire d'actifs voué à abonder dans le sens de la solution la plus attrayante financièrement quelque puisse être leur intérêt institutionnel. En revanche le pacte ne permet pas mesurer leur force potentielle au sein du capital qui est très probablement à leur avantage. En effet la domiciliation des capitaux communiquée par Euronext est sans objet pour mesurer l'influence probable des gestionnaires d'actifs contrôlés depuis Paris alors que, par opposition il n'y a que quelques gestionnaires d'actifs basés en France qui soient soumis à une maison mère étrangère¹⁰. De ce point de vue la situation d'Euronext est bien différente de celle de *Deutsche Börse* qui s'était retrouvée devant une véritable offensive de fonds étrangers lesquels avaient exigé et obtenu l'abandon de l'opération projetée sur le LSE et la démission du président du conseil d'administration. Relevons que parmi ces fonds Harris Associates LLP, déjà, avait joué un rôle avec presque 5% du capital.

Un conseil d'administration peu représentatif

La composition du capital telle que nous l'avons décrite interroge très directement la crédibilité des instances de gouvernance d'Euronext¹¹. La composition des arènes de direction fait vivre l'illusion d'Euronext comme étant une institution européenne et partant, réservant une place équitable aux différents partenaires qui ont contribué à sa constitution¹². Dans le cas du conseil de surveillance (*Supervisory Board*) la distribution des postes reflète bien les origines internationales de la société, les pays fondateurs sont représentés à égalité (Belgique, Hollande et France ont chacun deux représentants). Du strict point de vue de la constitution du capital, il s'agit d'une vue de l'esprit, le conseil de surveillance devrait représenter la faction

⁶ Ventilation de l'origine des fonds tels qu'elle est décrite par le Rapport Annuel 2005 d'Euronext.

⁷ Voir tableau n°1 pour la date de constitution et les membres du pacte.

⁸ Laquelle société ne doit plus être confondue avec la Caisse des dépôts et consignations, puisqu'elle est maintenant incorporée au périmètre de Natixis

⁹ L'un et l'autre ont été consultés lors de la rédaction du rapport

¹⁰ Par ordre d'importance on peut citer AGF (Allianz), HSBC France, Aviva France et Générali France

¹¹ Voir tableau de présentation du conseil d'Euronext

¹² Voir constitution de conseil (tableau 2)

dominante (pratique usuelle des sociétés cotées), il devrait donc compter un maximum de membres représentant les grands institutionnels français, tel n'est pas le cas. La situation n'est pas différente lorsque l'on considère le directoire (*Managing Board*) qui ne compte en dehors de J.-F. Théodore aucune personnalité ayant une signification particulière au sein du capitalisme français. Du strict point de vue des pratiques usuelles ayant cours en France, la direction d'Euronext est une véritable curiosité, il n'y pas d'exemple au sein du CAC d'un management qui soit aussi peu représentatif des rapports de force réels dans lesquels la société évolue¹³. Il n'est pas inutile de le souligner, la constitution d'une direction « canada-dry » revêt de nombreuses vertus pour les grands institutionnels français : celle de conférer à Euronext une apparente neutralité pour ceux qui seraient tentés de se joindre à « l'alliance ». Elle a aussi longtemps évité aux grands institutionnels français de jouer un rôle apparent dans la conduite des affaires de la société alors même qu'ils lui sont très étroitement liés.

Si jamais la direction actuelle venait à contrarier ceux-ci, on peut parier que l'on assisterait à un renouvellement significatif de celle-ci, et l'on verrait sans doute apparaître dans ces institutions des noms plus courants dans les conseils d'administration des grandes banques françaises.

La situation actuelle a forcé les actionnaires français à sortir du bois ou tout du moins à se montrer en lisière de la configuration via un pacte d'actionnaires dont les modalités n'ont pas été dévoilées. On doit souligner que l'accord conclu avec le Nyse Group est d'une extrême fragilité si l'on retient comme critère de sa pérennité la représentativité réelle des différentes instances dirigeantes d'Euronext.

Henri Lachmann : un homme très introduit

C'est dans ce cadre que l'on doit soupeser l'importance du rapport Lachmann. Hors dans ce cas d'espèce on peut se demander si le messenger n'est pas plus important que le message, le choix de H. Lachmann est en effet significatif à plus d'un titre.

A première vue, on aurait pu penser que le choix du rapporteur était neutre. En effet H. Lachmann est un capitaine d'industrie aguerrri, qui au surplus, n'est pas membre de Paris Europlace. Pourtant il est présent dans le conseil de surveillance le plus prestigieux de la place, AXA, et plus important encore il est au conseil d'administration des mutuelles AXA qui contrôlent la société AXA.. Enfin aussi curieux que cela puisse paraître, AXA et Schneider Electric entretiennent une participation croisée organisée par un pacte d'actionnaires ayant fait l'objet d'une communication auprès de l'AMF, les liens entretenus avec la faction dominante de la place de financière de Paris sont donc à la fois sociaux et capitalistiques¹⁴. En pratique, il s'agit d'un homme qui est étroitement lié aux principales institutions financières de la place. La force des liens socio-capitalistiques interdit de prendre le rapport à la légère. La liste des institutions consultées renforce d'ailleurs cet avis, tous les membres du pacte d'actionnaires domiciliés en France ont été dûment consultés, ce sont les mêmes qui sont fort justement représentés au conseil d'administration de Paris Europlace. On doit d'ailleurs le souligner, les membres du pacte d'actionnaires sont représentés à tous les niveaux, non seulement ils ont contribué au rapport Lachmann, mais ils siègent conseil d'Europlace, il n'y a guère qu'au conseil d'administration d'Euronext que ces institutions ne sont pas représentées ou presque¹⁵. Parmi les cinq plus grands institutionnels français seul AXA et la CNCE-Banque populaire ne sont pas représentées au pacte, il y a de bonnes raisons à cela, AXA est désormais le deuxième actionnaire de référence du Nyse, et CNCE-Banque populaire, était déjà présente au capital via l'une de ses filiale américaines, on a quelque peine à croire que l'un et l'autre se retrouvent là absolument par hasard.

¹³ A titre de comparaison les institutions de gouvernance d'Arcelor étaient bien plus représentatives, voir article Arcelor sur le site de l'OpesC.

¹⁴ Décision et Information N° 206C1040 disponible sur le site de l'AMF

¹⁵ D. Hoenn a été membre du comité exécutif de BNP-Paribas.

Un pacte d'actionnaire sans action de concert

Pour résumer la situation il y a tout lieu de penser que le rapport Lachmann traduit au moins un consensus « mou » des grands institutionnels français qui ont ainsi évité soigneusement de s'exprimer en temps qu'actionnaires, comme l'a souligné avec insistance G. Mestrallet¹⁶ : Paris Europlace défend les positions des utilisateurs.

Or, le rapport Lachmann ne contient pas que des réserves, il émet des propositions faites à d'autres acteurs (*Deutsche Börse* et *Borsa Italiana*). Si la direction d'Euronext avait été réellement représentative, elle aurait écarté cette intrusion étrangère à la société comme étant parfaitement inadéquate, hors il n'en a rien été, J.-F. Théodore a souligné son adhésion à l'une des idées forte du rapport : favoriser le rapprochement avec les autres places européennes¹⁷. On a rarement vu un président du directoire aller à contre courant d'un accord auquel il a contribué en un temps aussi court et avec un tel enthousiasme.

Le retrait de *Deutsche Börse* et l'OPA du Nasdaq

La succession de ces deux évènements, retrait de l'offre allemande sur Euronext et OPA du Nasdaq sur le LSE pourraient laisser croire que le vent tourne définitivement en faveur des sociétés de bourse américaines. Les apparences peuvent se révéler trompeuses. En effet, la formulation d'une offre nouvelle cadrant avec les suggestions du rapport Lachmann exigeait de *Deutsche Börse* qu'elle retire l'offre antérieure et que les régulateurs soient interrogés sur une base d'intégration différente. Avant de revenir sur le devant de la scène, si elle le désire, la bourse allemande doit restructurer ses offres éventuelles et cela prendra encore un peu de temps. Le Nasdaq ayant déjà pris pied au sein du LSE à la suite de l'offensive ratée de *Deutsche Börse*, le lancement d'une opération sanctionnant l'état des lieux ne change pas grand chose à la situation, si ce n'est qu'elle la rend plus claire. Il n'y a, donc, d'autre option pour *Deutsche Börse* que de s'allier avec Euronext, car même les discussions avec *Borsa Italiana* sont, semble-t-il, au point mort.

En définitive on pourrait avoir la surprise de voir la Deutsche Börse proposer un accord en suivant les « recommandations » du rapport Lachmann qui permettrait à Euronext de renégocier la fusion avec le Nyse en position de force, pour obtenir un partage de la gouvernance convenant mieux à la préservation des intérêts européens.

¹⁶ PDG de Suez.

¹⁷ La Tribune du Vendredi 15 octobre 2006.

**Tableau de présentation de la configuration financière telle qu'elle est communiquée par les acteurs
(tableau 1)**

Gestion d'actif¹⁸	Institution	Consulté	pacte¹⁹ d'actionnaires	Euronext²⁰	Paris Europlace	Représentant	²¹Nyse Group
1 (933 milliards d'euros)	AXA Natixis²² (CNCE-Banque Populaire)	oui	non	4,89	oui	Claude Bébéar	6.62
2 (534 milliards d'euros)	Crédit Agricole (CA AM/CALYON)	non	non	1,7	non		
3 (520 milliards d'euros)	BNP Paribas	oui	oui	1,74	oui	Jean LAURENT	
4 (454 milliards d'euros)	Société Générale	oui	oui	3,53	oui	Michel PEBEREAU	
5 (334 milliards d'euros)	Dexia	non	oui	0,38	oui	Daniel BOUTON Marc Vienot	
NS²³	Caisse des Dépôts et Consignations	non	oui	3,72	oui	Pierre RICHARD	
NS²⁴						Francis MAYER	

Pour tout commentaire on se contentera de constater que les grands institutionnels de la place sont très investis dans le processus d'évolution d'Euronext.

¹⁸ Palmarès de la gestion d'actif source OpesC (base de données).

¹⁹ Pacte d'actionnaires tel qu'il a été déclaré le 20 avril 2006 N°206C0769.

²⁰ Participation au capital d'Euronext N.V en pourcentage du capital.

²¹ Participation au capital de NYSE Group en pourcentage du capital.

²² La création récente du nouvel ensemble explique qu'il ne soit pas encore représenté dans les instances de Paris Europlace, en pratique la CDC représentait IXIS Asset Management par le passé.

²³ Dexia par son métier même n'est pas l'un des grands gestionnaires d'actif de la place de Paris, au surplus il est basé en Belgique

²⁴ Premier gestionnaire d'actif en termes de fonds propres.

Tableau présentant les instances de gouvernance d'Euronext dans leur contexte capitalistique en terme géographique²⁵
(Tableau 2)

Légendes :

A : Lien présent ou passé avec de grands institutionnels

B : répartition géographique de la domiciliation des investisseurs en % du capital.

Conseil de surveillance	Pays d'origine	A	Directoire	B
Dominique Hoen	France	BNP-Paribas	Jean-François Théodore	19,68
Patrick Houël		LVMH		
Rijnhard Van Tets	Hollande	ABN Amro	Joost Van der does de Willebois	1,44
Jan-Michiel Hessels				
Baron Jean Peterbroeck	Belgique		Olivier Lefevbre	0,62
Andre Dirckx				
Sir George Cox	UK		Hugh Freedberg	ND
Sir Brian Williamson		HSBC Holding		
Ricardo Salgado	Portugal		Miguel Athayde Marques	ND

²⁵ Tel que communiqué par le document de référence de d'Euronext N.V pour l'année 2005, les dates de valeurs sont

**Tableau de présentation générale des acteurs concernant le rapport Lachmann, Paris Europlace, et Euronext
(tableau 3)**

Légendes : **A** : récurrence au sein de la configuration, **B** : Consultation lors de la rédaction du rapport Lachmann, **C** : Participation au Pacte d'actionnaires du 26 avril 2006, **D** : participation au capital d'Euronext, **E** : Participation au conseil de Paris Europlace, **F** : personnalité concernée, **G** : Participation au capital de Nyse Groupe

A	Institutions	B	C	D	E	F	G
3	AXA	oui			oui	Claude Bébéar	6.62
3	BNP Paribas	oui	oui	1,74	oui	Michel Pebereau	
3	Société Générale	oui	oui	3,53	oui	Daniel Bouton / Marc Vienot	
3	CA AM/CALYON	oui	oui	1,7	oui	Jean Laurent	
3	Atticus ²⁶	oui	non	7.64 ²⁷			7.24
2	Dexia		oui	0,38	oui	Pierre Richard	
2	Caisse des Dépôts et Consignations		oui	3,72	oui	Francis Mayer	
2	Natixis ²⁸			4,89			
2	TCI ²⁹	oui		8,54			
2	Euronext	oui			oui	Jean-François Théodore	
1	ALLIANZ ³⁰	oui					

²⁶ Fond basé aux USA et lié à la famille Rothschild (branche Anglaise) via Nathaniel Rothschild co-fondateur avec Mr T.R Barakett qui s'est déclaré à titre personnel.

²⁷ Mr T.R. Barakett a notifié sa participation à l'AMF le 16 janvier 2006, le document n'est pas disponible sur le site de l'AMF

²⁸ Via Harris Associates LLP, filial de Natixis, voir document de base à l'introduction N°E.06-162

²⁹ The Children's Investment Master Fund Limited, domicilié aux Iles Cayman

³⁰ Utilisateur d'Euronext via les AGF

A	Institutions	B	C	D	E	F	G
1	Deutsche Bank	oui					
1	Suez	oui			oui	Gérard Mestrallet ³¹	
1	LVMH Group				oui	Bernard Arnault	
1	EADS				oui	Philippe Camus	
1	Gaz de France				oui	Jean-François Cirelli	
1	Saint-Gobain	oui					
1	Lafarge				oui	Bertrand Collomb	
1	Sanofi-Aventis				oui	Jean-François Dehecq	
1	Total				oui	Thierry Desmarests	
1	CCF-HSBC				oui	Charles-Henri Filippi	
1	Electricité de France				oui	Pierre Gadonneix	
1	ABP	oui					
1	ODDO	oui					
1	France Telecom				oui	Didier Lombard	
1	Michelin				oui	François Michelin	
1	Lazard Frères				oui	Bruno Roger	
1	Carrefour				oui	Luc Vandeveld	

³¹ PDG de Suez dont BNP Paribas est l'un des actionnaires de référence via la galaxie Pargesa voir article « Le soutien énigmatique du baron Albert Frère » sur le site de l'OpesC.

A	Institutions	B	C	D	E	F	G
1	NYSE	oui					
1	Deutsche Börse	oui					
1	Borsa Italiana	oui					
1	Atos Origin/AEMS	oui					
1	Mercer Oliver Wyman	oui					
1	Le cercle des économistes	oui					
1	Autorité des marchés financiers	oui				Michel Prada	
1	Banque de France	oui				Christian Noyer	
1	Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique	oui					
1	Banque Centrale Européenne	oui					
1	Securities and Exchange Commission	oui					
1	Mairie de Paris				oui	Bertrand Delanoë	
1	Conseil Régional d'Ile-de-France				oui	Jean-Paul Huchon	
1	Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie				oui	Xavier Musca	
1	Paris Europlace				oui	Ernest-Antoine Seillière	
1	Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris (CCIP)				oui	Pierre Simon	