



II-6.22 : le ministère nord-américain de la justice informe Nasdaq et ICE, qui voulaient déclencher une OPA sur NYSE Euronext, qu'il refuserait cette concentration, estimée attentatoire à la concurrence, les entreprises renonçant alors à leur projet. Le NYSE Euronext et Deutsche Börse décident de se concentrer.

Information principale

En mai 2011, Nasdaq OMX allié à Intercontinental Exchange (ICE) ont obtenu de leur conseil d'administration respectif de déposer une offre publique sur les titres de l'entreprise de marché financier NYSE Euronext. Le ministère nord-américain de la justice s'est inquiété des conséquences sur la concurrence d'une telle concentration et, malgré les remèdes proposés par les offreurs, a indiqué qu'il la refuserait. Le 16 mai 2011, cette seule perspective a suffi pour que Nasdaq OMX et ICE renoncent à leur projet. Par ce jeu de signaux, l'interrégulation a fonctionné entre contrôle des concentrations et procédure d'offre publique.

Contexte et résumé

De la même façon que le marché bancaire mondial se concentre, le marché des places financières se consolide. Mais les volontés de concentration trouvent leur butoir dans le contrôle des concentrations, usuellement logée dans le droit de la concurrence. Les places financières sont tenues par des entreprises de marché, qui sont des sociétés commerciales, en concurrence les unes à l'égard des autres pour attirer à la fois des émetteurs, des instruments financiers et des investisseurs. Comme pour la substance financière elle-même, les places financières se sont engagées vers une course à la taille pour diminuer les coûts, accroître l'efficacité et la sécurité et développer ainsi leur attractivité sur un marché global.

L'entreprise de marché Nasdaq OMX, marché spécialisé sur les valeurs technologiques, avait tenté sans succès de racheter en 2006 le London Stock Exchange (LSE).

En mai 2011, le Nasdaq OMX a formé de concert avec l'Intercontinental Exchange (ICE) une offre conjointe sur le NYSE Euronext. Le montant proposé s'élevait environ à onze milliards de dollars.

L'alliance entre les deux entreprises de marché n'était que pour se saisir de la cible, puisque le projet visait à démanteler celle-ci, le Nasdaq OMX s'appropriant les activités d'échange et de cotation d'action, sur toutes les bourses de tous les pays concernés tandis que l'ICE voulait s'approprier toutes les activités de produits dérivés. Les conseils d'administration des deux entreprises de marché, auteurs de l'offre, avaient formulé leur accord début mai.

Mais, le contrôle des concentrations est un saut d'obstacle que les entreprises doivent endurer le plus souvent en proposant des « remèdes », pour rendre supportable les effets structurels que le rapprochement fait subir à l'état concurrentiel du marché en cause. En l'espèce, au cours des négociations avec le ministère de la justice du Gouvernement fédéral nord-américain, les offreurs

ont notamment proposé la vente de l'organisme d'autorégulation par lequel ces places financières sont organisées. Mi-mai, le Ministère de la justice nord-américain a signifié aux entreprises ayant décidé de lancer une offre publique sur les marchés boursiers que s'ils maintenaient la décision de l'entreprise, la réussite de l'offre leur permettant l'acquisition du contrôle de l'entreprise de marché NYSE Euronext, elles seraient alors poursuivies au titre du droit de la concurrence. Le ministère a justifié cette position par le fait que l'offre aurait abouti à une acquisition « éliminant de façon substantielle la concurrence sur le marché de la cotation des entreprises ».

Le 16 mai 2011, les potentiels offreurs Nasdaq OMX et ICE ont en conséquence décidé de retirer leur offre boursière dont le principe était approuvé par leur conseil d'administration respectif, afin de se soustraire à la perspective d'un contrôle de concentration négatif.

Bref commentaire

Nous avons ici un parfait exemple d'interrégulation dans son aporie apparente et sa résolution de fait.

En effet, l'on se soucie depuis longtemps du choc entre la prise de contrôle spécifiques que constituent les offres publiques lorsque les entreprises prennent la forme juridique de sociétés cotées, le mécanisme appartenant donc à cette branche particulière du droit des sociétés, et le contrôle des concentrations, considéré comme une branche du droit de la concurrence.

Même si l'affinement des systèmes juridiques, permet aujourd'hui dans de nombreux cas de conditionner les offres publiques à la réussite du contrôle de concentration, sur le modèle du droit anglais, il est certain que cette attente même constitue un handicap, sans compter l'usage possible de voies de recours, car les titulaires de titres sont moins incités à apporter leur action à des offreurs quand ils peuvent appréhender un échec de l'achat du fait du contrôle des concentrations, contrôle dont ils ne peuvent pas au moment de leur apport connaître l'issue.

C'est pourquoi le fait relaye le droit : comme on le voit ici, l'autorité qui régule la concentration (le contrôle des concentrations étant une véritable régulation puisqu'il porte ex ante sur les structures de marchés), va, avant même le déclenchement de l'offre, donner un « signal » comme quoi la concentration sera par la suite refusée. Bien sûr, ce n'est qu'une information. Et les entreprises, non juridiquement liées par celle-ci, pourrait déclencher leur offre publique, régie par une autre branche du droit. Mais à quoi bon ? Si l'émetteur du message est suffisamment crédible, et le Ministère de la justice aux Etats-Unis, l'est, Il ne changera pas d'avis. C'est pourquoi les entreprises préfèrent renoncer à déclencher l'offre. Ainsi, la crédibilité du régulateur de la concentration suffit pour que le signal qu'il émet ait valeur de contrainte de comportement.

Plus encore, ce poids des autorités inverse les calendriers : avant de déclencher une offre publique, pour plus de onze milliards de dollars, les entreprises s'assurent d'abord que la concentration sera admise, alors que les textes ne prévoient pas un tel séquençage dans le temps. C'est « l'ex ante

cognitif » qui est à l'œuvre¹. Ainsi, le contrôle des concentrations qui devrait juridiquement venir en dernier, vient en premier parce qu'il est économiquement rationnel qu'il en soit ainsi, l'agent économique anticipant pour diminuer sa prise de risque, notamment lorsque celle-ci vient de l'aléa juridique.

Dans une toute autre perspective, l'on observe que par un mouvement assez naturel qui fait que les droits communs interviennent quand les droits spéciaux ne remplissent pas les besoins, l'on peut se demander si ici le droit commun de la concurrence, c'est-à-dire celui des marchés ordinaires des biens et services, ne vient pas palier l'absence de pouvoir des régulateurs financiers.

En effet, les régulateurs financiers ont en charge à titre principal la prévention du risque systémique. Or, la mauvaise tenue d'une place financière peut constituer un risque systémique majeur, une défaillance d'une place entraînant la défaillance du système financier mondial. La concentration des places financières, comme celle des banques et des établissements financiers accroît le risque systémique. Pourtant, les régulateurs financiers n'ont pas la main sur ce phénomène de consolidation des places financières. L'on observe alors que, prenant en quelque sorte le relais, c'est l'autorité qui régule les concentrations au nom de la concurrence qui vient pallier ce silence de la loi. Ainsi, le ministère de la justice américain ne peut motiver son incitation négative que par la réduction substantielle de concurrence, parce qu'il ne pouvait pas viser expressément l'accroissement substantiel de risque systémique. Mais c'est bien de cela dont il s'agit.

C'est pour tout cela que ce cas est un parfait exemple réussi d'interrégulation.

Depuis ce rejet, le NYSE Euronext et la Deutsche Börse ont exprimé leur volonté de se concentrer. Le 7 juillet, les actionnaires de la première société l'ont approuvé, le 14 juillet, les actionnaires de la seconde ont fait de même.

La Commission européenne a débuté immédiatement un contrôle des concentrations, n'opérant donc pas ce renversement de l'ordre des choses précédemment décrit. La phase I du contrôle s'achève le 4 août 2011, la phase II va durer plusieurs mois. L'incertitude va régner.

Quel était le meilleur *modus operandi* ? Au regard de la stricte légalité, certainement la solution européenne est meilleure. Au regard de l'efficacité des régulations, on peut préférer la façon de faire nord-américaine.

¹ FRISON-ROCHE, M.-A., Le couple Ex Ante – Ex Post, justificatif d'un droit spécifique et propre de la régulation, in *Les engagements dans les systèmes de régulations*, coll. "Droit et Economie de la Régulation", vol.4, Presses de Sciences-Po / Dalloz, 2006, pp. 33-48.