



HAL
open science

Transferts négociés de blocs de contrôle, bénéfices privés et protection des actionnaires minoritaires

Salma Fourati

► **To cite this version:**

Salma Fourati. Transferts négociés de blocs de contrôle, bénéfices privés et protection des actionnaires minoritaires. LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE, May 2008, France. pp.CD Rom. halshs-00524890

HAL Id: halshs-00524890

<https://shs.hal.science/halshs-00524890>

Submitted on 8 Nov 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Transferts négociés de blocs de contrôle, bénéfices privés et protection des actionnaires minoritaires

Résumé

Les opérations de transferts de blocs d'actions offrent un cadre d'analyse particulièrement intéressant pour évaluer l'ampleur de ces bénéfices privés du contrôle. Par ailleurs, les transferts de blocs de contrôle peuvent avoir des conséquences importantes sur les différentes parties (la société visée, l'acquéreur et les actionnaires externes) notamment en présence d'un mécanisme juridique de protection des actionnaires minoritaires telle que celui de la garantie de cours (adopté en France).

L'objectif de ce travail est d'abord d'estimer l'ampleur des bénéfices privés du contrôle à travers la prime payée lors des négociations privées de blocs de contrôle, ensuite, d'évaluer l'efficacité de la règle de garantie de cours à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires. Nos résultats montrent des niveaux élevés des bénéfices privés du contrôle : la prime payée par les acquéreurs de blocs de contrôle est de l'ordre de 20%. Notre étude révèle que le mécanisme de garantie de cours contribue à protéger les actionnaires minoritaires lors des transferts de blocs de contrôle, en particulier, l'utilité de cette réglementation est plus justifiée pour les transferts de blocs qui modifient la structure de propriété de l'entreprise visée ; d'un autre côté, le choix des actionnaires minoritaires quant à l'exercice de leur option de sortie peut être orienté par l'initiateur à travers l'information communiquée.

Negotiated block trades, private benefits and protection of minority shareholders

Abstract

Control blocks transfers offer a particularly interesting framework to estimate private benefits of control. In addition, these operations can have important consequences on the various parties (the target firm, the acquirer, the minority shareholders) particularly in the presence of a legal mechanism of protection of minority shareholders such as the price guarantee (adopted in France).

We estimate the extent of the private benefit of control through the premium paid in private block negotiations, then, we evaluate the effectiveness of the equal opportunity rule to protect the minority shareholder interests. Empirical estimates show high level of private benefits since the premium paid by control block acquirer is about 20%. Our study reveals that the mechanism of price guarantee contributes to protect the minority shareholders, in particular, the utility of this regulation is more justified for transfers that modify the ownership structure of the target firm; on the other hand, the choice of the minority shareholders to exercise their exit option can be directed by the initiator through communicated information.

Table des matières

Introduction	3
1. La concentration du pouvoir et les bénéfices privés du contrôle	4
2. Estimation des bénéfices privés à travers la prime de contrôle	5
2.1 Le choix du cours de référence pour le calcul de la prime de contrôle dans le cas français	6
2.2 Estimation de la prime de contrôle sur le marché français (1999-2007).....	6
3. Le changement de contrôle via les transferts négociés de blocs de titres : Analyse de la règle de garantie de cours	7
3.1 Principe de la règle de garantie de cours	8
3.2 Cadre réglementaire des transferts de blocs de contrôle en France.....	8
3.3 Analyse théorique de la règle de garantie de cours.....	9
3.4 Conséquences de la réglementation sur l'entreprise, l'acquéreur et les actionnaires minoritaires	11
3.4.1 Conséquences de la règle de garantie de cours sur les entreprises françaises	11
3.4.2 Le comportement de l'acquéreur	13
3.4.3 Le choix des actionnaires minoritaires	14
4. Essai d'explication du taux de réussite de l'offre de garantie de cours	14
4.1 Calcul du taux de réponse	14
4.2 Les variables indépendantes	15
4.3 Résultats de la régression	18
Conclusion.....	20
Bibliographie.....	Error! Bookmark not defined.
Annexes	23

Introduction

La plupart des recherches sur les opérations de prises de contrôle (notamment, l'article de Grossman et Hart, 1980) présument que les firmes cibles ont une propriété dispersée et n'ont pas de barrière à l'OPA, de ce fait, les actions et leurs droits de vote sont librement transférés.

Visiblement, cela ne décrit pas fidèlement la réalité en Europe continentale. En réalité, dans plusieurs entreprises cotées et particulièrement dans les pays non anglo-saxons, une part significative du contrôle de ces entreprises est concentrée dans les mains d'un actionnaire de référence (La Porta et al, 1999 et Barca et Becht, 2001). Dans une telle situation, un acquéreur potentiel ne peut obtenir le contrôle de la firme que si l'actionnaire dominant accepte de vendre une partie ou la totalité de ses actions via une transaction de bloc.

Le prix d'une action dans un bloc négocié est souvent supérieur au prix d'une action négociée sur le flottant. Cette différence reflète la prime de contrôle revenant au détenteur du bloc. Plusieurs études s'accordent sur le fait que la valeur du contrôle est expliquée en grande partie par les bénéfices privés attribués exclusivement aux actionnaires de contrôle (Jensen et Meckling, 1976 ; Barclay et Holderness, 1989 ; Zwiebel, 1995 ; Dyck et Zingales, 2004...). De ce fait, les opérations de transferts de blocs d'actions nous procurent un cadre d'analyse particulièrement intéressant pour évaluer l'ampleur des bénéfices privés du contrôle.

Par ailleurs, la modification de la structure de contrôle de l'entreprise peut avoir des conséquences importantes sur les différentes parties notamment en présence d'un mécanisme juridique de protection des actionnaires minoritaires telle que celui de la garantie de cours (adopté en France). En effet, le législateur français contraint les acquéreurs de blocs de contrôle de faire participer les actionnaires minoritaires à la transaction en leur proposant une offre publique d'achat simplifiée par voie de garantie de cours, par laquelle il s'engage à acquérir toutes les actions qui lui seront apportées aux mêmes conditions que celles du transfert.

Nous examinons les conséquences de cette réglementation sur les entreprises françaises ainsi que sur le comportement des acquéreurs. Enfin, nous tenterons d'expliquer le taux de réponse des actionnaires minoritaires à l'offre de garantie de cours.

1. La concentration du pouvoir et les bénéfices privés du contrôle

Les sources de contrôle des détenteurs de blocs d'actions sont doubles : Premièrement, ils commandent une large proportion des votes. Cette aptitude est traduite par une plus grande liberté parce que les investisseurs externes leur donnent une plus grande délégation du pouvoir. Deuxièmement, compte tenu de leurs droits aux flux financiers, ces actionnaires sont plus incités à augmenter la valeur de l'entreprise.

Du point de vue du blockholder, deux types de gains permettent de justifier la détention d'un bloc de contrôle : des gains communs (*shared benefits of control*) et des gains privés (*private benefits of control*). Barclay & Holderness (1992) confirment ainsi que les acquéreurs de blocs améliorent la performance de l'entreprise et qu'en même temps ils retirent des bénéfices privés du contrôle. Shleifer et Vishny (1997) affirment qu'au delà d'un certain seuil de participation, les grands actionnaires détiennent quasiment le contrôle absolu de la firme et ont par conséquent suffisamment de pouvoir pour retirer des bénéfices privés non partagés avec les actionnaires minoritaires.

Le concept de bénéfices privés, ou encore de rente du contrôle, est associé à la concentration du pouvoir par un ou des actionnaires dominants. Ainsi, Dyck et Zingales (2004) définissent les bénéfices privés du contrôle comme les avantages, monétaires ou non, réservés exclusivement aux actionnaires de contrôle. Selon Johnson et al (2000), le contrôle permet un transfert de ressources aisé de la société aux actionnaires de référence. L'appropriation privilégiée d'une partie du cash-flow économique par ceux-ci est la manifestation d'un conflit avec des actionnaires extérieurs qui souffrent d'une expropriation.

2. Estimation des bénéfices privés à travers la prime de contrôle

Détenir un bloc d'actions procure une valeur qui dépasse le prix financier de l'action. Plusieurs études montrent que les blocs sont généralement cédés moyennant une prime payée aux cédants (Barclay et Holderness, 1989 ; Dyck et Zingales, 2004 ; Nicodano et Sembenelli, 2004...) ; cette prime est calculée par la différence entre le prix payé par l'acquéreur pour l'achat du bloc et le cours de bourse de l'entreprise avant ou après l'opération.

Pour Grossman et Hart, 1988 ; Barclay et Holderness, 1989, 1992 ; Bebchuk, 1994 et Zwiebel, 1995 ; l'existence de bénéfices privés explique le surpris payé au vendeur lors des transferts négociés de blocs d'actions de sociétés cotées. En effet, si le prix de marché reflète la valeur des bénéfices attribués à tous les actionnaires dans la proportion de leur participation, toute somme supplémentaire acquittée par l'acquéreur constitue une estimation minimale de ce que l'acquéreur est prêt à verser pour les privilèges qu'il entend retirer¹.

Lorsqu'une transaction de bloc est annoncée, le cours du titre peut augmenter ou diminuer à cause des anticipations des actionnaires quant aux changements attendus au niveau de la gestion et à l'évolution de la valeur de la firme¹. La réaction du marché autour de la transaction reflète les bénéfices partagés du contrôle, alors que la prime payée pour le bloc mesure la valeur que l'acquéreur du bloc attribue au contrôle (les bénéfices privés du contrôle). Ainsi, le choix du prix post-annonce (comme prix de référence) est expliqué par le fait que l'écart entre et le prix (par action) payé pour l'achat du bloc et le cours du titre après l'annonce de la transaction est plus informatif sur les bénéfices privés du contrôle (Barclay et Holderness, 1989).

Barclay et Holderness (1989) étaient les premiers à avoir estimé l'ampleur des bénéfices privés à travers la prime payée dans les transactions de blocs. Sur un échantillon de 63 transactions de blocs d'actions de firmes américaines (cotées sur le Nyse ou l'Amex) entre 1978 et 1982, ces auteurs établissent que le prix de cession de blocs dépasse en moyenne le cours post-annonce de 20,4%², ce qui représente 13,1% du prix d'achat du bloc et 4,3% de la valeur boursière de la cible.

¹ Notons que les bénéfices privés tels que mesurés par la prime de contrôle sont une mesure nette compte tenu des coûts privés associés à la détention d'un bloc.

¹ Le marché peut intégrer par exemple, l'effet d'une éventuelle création de valeur due au changement de l'équipe dirigeante ou bien à l'existence de synergies de production entre l'acquéreur et la cible.

² La valeur médiane de la prime est de 15,7%.

Dans une étude ultérieure, Nicodano et Sembenelli (2004) montrent que cette mesure traditionnelle conduit à sous-estimer la valeur réelle des bénéficiaires privés à moins que le bloc échangé transfère (au moins) 51% des droits de vote de la firme. Donc, la méthode d'estimation des bénéficiaires privés telle que préconisée par Barclay et Holderness n'est effective que si le bloc transféré confère le contrôle à son acquéreur.

2.1 Le choix du cours de référence pour le calcul de la prime de contrôle dans le cas français

Sur le marché français, où les transferts de blocs de contrôle sont régies par la règle de garantie de cours, le cours post annonce inclut toute ou partie de la prime de contrôle parce que les actionnaires externes anticipent la réalisation de l'offre inconditionnelle aux mêmes conditions que celles du transfert de bloc (conformément à la réglementation boursière). En effet, nous remarquerons qu'entre la date d'annonce de la transaction et la date d'ouverture de la garantie de cours³, le cours de l'action a tendance à augmenter pour regagner le prix de la garantie de cours (qui correspond au prix de cession du bloc) afin d'intégrer la prime de contrôle, la prime calculée tend alors vers zéro.

Dans ces conditions, le prix post-offre (une fois stabilisé) pourrait constituer une bonne référence pour le calcul de la prime : Après la clôture de l'offre et un temps de stabilisation, le cours boursier reflète la nouvelle valeur de la firme telle que anticipée par le marché. Or, nous observons que dans 60% des cas, la part du capital accumulée par l'acquéreur à la clôture de l'offre de garantie de cours dépasse 95% du capital ou des droits de vote et que 57.5 % des offres de garanties de cours sont suivies d'une procédure d'offre publique de retrait et d'un retrait obligatoire. Pour cette raison, nous utilisons pour le calcul de la prime, le cours moyen pondéré du mois précédant l'annonce de la transaction.

2.2 Estimation de la prime de contrôle sur le marché français (1999-2007)

Plusieurs études se sont intéressées à quantifier la valeur de la prime de contrôle à travers les opérations de transferts de blocs d'actions. Le tableau ci-dessous résume les résultats d'études menées sur le marché français :

³ La garantie de cours ne peut être ouverte qu'après obtention de l'autorisation de mise en œuvre et du visa de l'AMF, conformément aux dispositions du Titre III du Livre II du Règlement général de l'AMF.

Auteurs	Période d'étude	Echantillon	Taille moyenne des blocs	Cours de référence	PRIME* (moyenne)
<i>Le Maux (2003)</i>	1998-2001	75		Dernier cours avant suspension de la cotation**.	0.03 %
<i>Schatt et Roy (2005)</i>	1996-2002	80	60.56%	Cours moyen des 3 mois précédant la transaction ou le cas échéant, la date du protocole d'accord.	17.2 %
<i>Fourati (2007)</i>	1999-2007	70	69.5 %	CMP*** (1 mois) précédant l'annonce du protocole d'accord ou le cas échéant, avant apparition des rumeurs de marché.	20.2 %

* La prime est calculée par la différence (relative) entre le prix du transfert de bloc (P) et le cours de référence (C_R)

$$\text{PRIME} = (P - C_R) / C_R$$

** La suspension du cours intervient généralement juste avant l'annonce officielle de la transaction.

*** CMP : Cours Moyen pondéré calculé sur la période de 1 mois.

Nos résultats sont plutôt proches de ceux de Schatt et Roy (2005) qui ont utilisé comme cours de référence, la moyenne des cours sur les trois mois précédant la transaction (ou l'annonce de la transaction), alors que Le Maux (2003) s'est référé au dernier cours boursier avant suspension de la cotation, c'est-à-dire le dernier cours avant l'annonce officielle de la transaction, or ce cours peut être affecté par des rumeurs de marché sur la transaction surtout si celle-ci s'est réalisée à la suite d'un processus concurrentiel d'appel d'offre⁴. Par conséquent, ce résultat établi à partir du cours pré annonce sous-estime le niveau effectif de la prime de contrôle (et de bénéficiaires privés) sur le marché français.

Nous concluons que le choix du prix de référence explique en grande partie la différence entre les résultats des deux premières études, réalisées sur le même marché et à peu près dans la même période.

3. Le changement de contrôle via les transferts négociés de blocs de titres : Analyse de la règle de garantie de cours

L'environnement institutionnel de protection des actionnaires minoritaires, particulièrement lors des prises de contrôle, est largement varié entre les pays⁵ ; la législation française retient le principe d'égalité de traitement des actionnaires (*Equal Opportunity Rule*).

⁴ Dans ce cas, l'information est aussitôt connue par le marché.

⁵ Cette règle est adoptée dans certains pays européens (notamment en France, en Espagne et en Grande-Bretagne) avec des différences observées au niveau du seuil d'acquisition menant à l'ouverture d'une offre forcée et sur l'obligation (ou non) de garantie de prix. Aux Etats-Unis comme au Japon, les minoritaires n'ont pas accès aux conditions de prix du transfert de bloc, les transferts de contrôle sont régis par la loi de marché.

3.1 Principe de la règle de garantie de cours

Le principe des garanties de cours est de permettre aux minoritaires de sortir d'une société aux mêmes conditions que l'ancien actionnaire majoritaire. L'initiateur, en pareil cas, acquiert un bloc de contrôle lui donnant la majorité décisionnelle au sein de la cible (plus de 50% du capital ou des droits de vote) à des conditions qu'il négocie alors avec le vendeur. Dès l'acquisition du bloc, l'initiateur doit proposer aux actionnaires de lui céder leurs titres aux mêmes conditions, celles-ci peuvent par définition être peu avantageuses pour l'acquéreur, le prix étant calculé à proportion du prix payé pour le bloc de contrôle. Ainsi, l'acquéreur d'un bloc de contrôle risque d'avoir à supporter un investissement particulièrement élevé lié au rachat à prix fixe de tous les titres qui lui seront présentés au cours de la période de l'offre⁶.

Cette obligation a été souvent justifiée par le changement de contrôle et donc le changement du contrat d'investissement liant l'actionnaire à la cible⁷. Le principe de la règle de garantie de cours est de donner l'opportunité aux actionnaires minoritaires de céder leur participation, s'ils le souhaitent, en cas de transfert de contrôle dans la mesure où un changement de contrôle peut exposer la valeur de l'action à un risque lié au comportement du nouvel actionnaire⁸.

3.2 Cadre réglementaire des transferts de blocs de contrôle en France

L'article 235-1 du règlement général de l'AMF⁹ précise que : « Est tenue de déposer un projet de garantie de cours une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, qui acquiert ou est convenue d'acquérir un bloc de titres lui conférant, compte tenu des titres ou des droits de vote qu'elle détient déjà, la majorité du capital ou des droits de vote d'une société. Ce projet précise l'identité du ou des cédants et cessionnaires du bloc, la quantité de titres cédés, la date, le mode de réalisation et le prix de la cession, ainsi que toute information complémentaire nécessaire à l'appréciation de l'opération ».

⁶ Une telle réglementation peut entraver certains transferts, même ceux qui sont efficaces (Bebchuck (1994) analyse les problèmes d'efficacité liés à la règle de garantie de cours).

⁷ Le prix garanti aux minoritaires n'est pas basé sur le cours ou sur un prix supérieur à celui-ci comme en cas d'OPA.

⁸ Naturellement, cela n'empêche pas les actionnaires "mécontents" de vendre leurs titres sur le marché. Si le nombre de vendeurs est significatif, le cours du titre aura tendance à baisser (sauf si l'acquéreur est prêt à ramasser sur le marché ces actions), par conséquent, certains d'entre eux n'auront pas les mêmes conditions de sortie.

⁹ Règlement Général de L'autorité des marchés financiers- Livre II - Titre III : Offres publiques d'acquisition- CHAPITRE V : Procédure de Garantie de cours, page 46.

Par ailleurs, l'article 235-2 énonce : « La mise en œuvre d'une procédure de garantie de cours donne lieu, par les sociétés concernées, à l'établissement d'un projet de note d'information contenant les informations mentionnées aux articles 231-20 et 231-21. La ou les notes d'information sont soumises au visa de l'AMF dans les conditions fixées aux articles 231-22, et 231-28, et portées à la connaissance du public dans les conditions fixées par l'article 231-34 ».

« L'acquéreur du bloc s'engage à se porter acquéreur sur le marché, pendant une durée de dix jours de négociation minimum, de tous les titres présentés à la vente au prix auquel la cession des titres a été ou doit être réalisée, et seulement à ce cours ou à ce prix. L'AMF peut autoriser un prix d'offre inférieur dans l'hypothèse où la cession serait assortie d'une clause de garantie visant un risque identifié ou d'un règlement différé, pour la totalité ou pour partie. Dans le cas d'un différé de règlement, le taux d'actualisation retenu ne peut être supérieur au taux du marché constaté lors de la cession » (Article 235-3 du Règlement Général).

3.3 Analyse théorique de la règle de garantie de cours

Certaines études ont tenté de justifier la nécessité de la règle de garantie de cours et ont tenté d'évaluer les coûts liés à une telle protection en intégrant les problèmes d'efficience liés aux transferts de blocs de contrôle.

Bebchuck (1994) développe un cadre d'analyse des transactions qui transfèrent un bloc de contrôle d'un actionnaire existant vers un nouvel actionnaire de contrôle. Ce cadre est utilisé pour comparer la loi du marché (*Market Rule*) et la règle de garantie de cours (*Equal Opportunity Rule*).

L'étude montre que la règle de garantie de cours peut réussir à prévenir tous les transferts ayant un impact négatif sur la valeur de l'entreprise, donc inefficients, au coût de frustrer certains transferts efficaces. Donc, avec cette réglementation, toutes les transactions qui se produisent doivent améliorer la situation de toutes les parties, y compris les actionnaires minoritaires.

L'auteur identifie certaines différences structurelles entre les vertus de chacun de ces systèmes juridiques et montre que la sévérité des problèmes d'efficience liés à la règle de garantie de cours dépend de l'ampleur des bénéfices privés de l'actionnaire existant, alors que la sévérité des problèmes d'efficience liés à la loi de marché dépend de la différence des bénéfices privés entre les deux actionnaires (l'acheteur et le vendeur).

En s'appuyant sur les recherches de Bebchuk (1994) et Kahan (1993), Burkart et al (2004) arrivent aux mêmes conclusions : La règle de garantie de cours perd ses mérites lorsque les bénéfices privés sont essentiellement déterminés par l'environnement dans lequel la firme opère¹⁰ ou bien par les caractéristiques spécifiques à la firme, plutôt que par l'identité du détenteur du bloc de contrôle. Dans ce contexte, même dans un régime sans garantie de cours, les transferts inefficients du contrôle n'auront pas lieu et peu de transferts efficaces sont découragés par cette loi. Ainsi, quand les bénéfices privés du rival et de l'actionnaire existant sont du même ordre d'importance, l'efficacité et le surplus attachés à un transfert de bloc dépendent exclusivement de la valeur intrinsèque de la firme sous le contrôle des différents actionnaires. Ces résultats vont en faveur de la règle de marché.

Les résultats de Bebchuk sont établis dans un cadre restrictif d'une information transparente pour tous. Mais, en réalité le statut des actionnaires minoritaires fait que ces derniers soient moins bien informés que les actionnaires de contrôle. En particulier, l'information sur la valeur de l'action sous le contrôle du nouvel actionnaire est centrale pour le choix des actionnaires externes à apporter leurs titres à la garantie de cours.

Dans une extension du modèle de Bebchuk (1994), nous montrons que dans le contexte d'asymétrie informationnelle, certains transferts inefficients peuvent se réaliser si l'initiateur communique une information trop optimiste sur la valeur future de la firme ou bien lorsque les actionnaires minoritaires surestiment la valeur future de leurs titres compte tenu de leur niveau d'information¹¹. Au final, comparé à un cadre d'information symétrique entre tous les actionnaires, l'introduction d'asymétries informationnelles entre les différents groupes d'actionnaires pourrait conduire à la réalisation de certains transferts inefficients et de certains transferts efficaces qui, dans le cas contraire (information transparente), auraient été bloqués par la règle de garantie de cours.

¹⁰ Par exemple, Dyck et Zingales (2004) montrent dans leur étude portant sur 412 transferts de blocs de contrôle dans 39 pays que le gouvernement d'entreprise est une variable importante dans la détermination de la taille des bénéfices privés du contrôle.

¹¹ En conservant leur participation, les actionnaires minoritaires se retrouvent avec une valeur par action inférieure au prix du transfert.

3.4 Conséquences de la réglementation sur l'entreprise, l'acquéreur et les actionnaires minoritaires

Les facteurs institutionnels et réglementaires qui régissent les transferts de contrôle sont importants pour analyser le comportement des différentes parties (actionnaires de contrôle, actionnaires minoritaires) et apprécier l'impact de ces opérations sur les firmes cotées.

A partir des notes d'information des garanties de cours et des avis publiés par l'AMF sur les résultats de l'offre, nous avons recueilli les informations suivantes :

- La taille des blocs transférés
- Le prix de cession du bloc
- Le nombre de blocs cédés
- La participation initiale de l'acquéreur dans le capital de la firme
- Le nombre de titres apportés à la garantie de cours
- La fraction du capital détenue par l'initiateur à la clôture de l'offre
- Le secteur d'activité de la cible et celui de l'acquéreur
- L'intention de l'initiateur de procéder à une offre publique de retrait, s'il viendrait à détenir plus 95% des droits de votes de la cible.

3.4.1 Conséquences de la règle de garantie de cours sur les entreprises françaises

Dans cette section, nous analysons les conséquences de la règle de garantie de cours sur les firmes françaises cotées.

- La structure de propriété de la cible

En forçant l'offre publique, la règle de garantie de cours assure un niveau plus élevé de la fraction finale détenue par l'acquéreur du bloc ; le tableau ci-dessous montre que la garantie de cours attire bon nombre d'actionnaires ce qui n'est pas sans conséquence sur le niveau de concentration du capital.

	% du capital dans le bloc	% du capital accumulé avant GC	% du capital apporté à la GC	% du capital accumulé après GC
MOYENNE	69.5	71.1	20.4	91.3
MEDIANE	69.1	70.0	20.4	95.8
ECART-TYPE	17.6	15.4	14.6	11.2

L'échantillon est composé de 72 transactions de blocs de contrôle réalisées entre 1999 et 2007.

Ces chiffres montrent que globalement, les opérations de garantie de cours permettent aux acquéreurs d'acheter une fraction moyenne supplémentaire égale à 20.4% du capital et de cumuler, en moyenne 91.3% du capital après l'opération. Il faut noter que dans 60% des cas, l'initiateur détient plus que 95% du capital (ou des droits de vote) de la cible à clôture de l'offre de garantie de cours.

Ces résultats sont comparables à ceux de Schatt et Roy (2005) qui ont rapporté sur le marché français une participation moyenne¹² accumulé par l'acquéreur après l'offre de garantie de cours égale à 91% du capital, résultant de l'acquisition d'une fraction moyenne supplémentaire de 25.7% du capital durant l'offre¹³.

- Retrait de la cote boursière

Les opérations de garantie de cours se traduisent généralement par un taux de succès assez élevé (70.7%) ; le nouvel actionnaire majoritaire détenant fréquemment plus de 95 % des titres à l'issue de l'offre. Notons que même au dessous du seuil de 95%, il est toujours possible pour l'initiateur de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la firme qu'il contrôle¹⁴.

Au cours de ces dernières années, nous remarquons une tendance à enchaîner garantie de cours et retrait obligatoire, le retrait obligatoire s'effectuant au prix de la garantie de cours. Sur notre période d'étude, 57.5% des offres de garanties de cours aboutissent à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

Il faut donc signaler qu'une conséquence paradoxale de la règle de garantie de cours est qu'elle soit à l'origine du retrait d'un bon nombre de firmes de la cote boursière¹⁵.

- La valeur de l'entreprise

Comme noté précédemment, le mécanisme de garantie de cours conduit à une structure plus concentrée du capital en imposant aux acquéreurs d'acheter plus d'actions. Ainsi, un effet

¹² La valeur médiane est de 97.2%.

¹³ Leur échantillon est composé de 80 opérations de cessions de blocs de contrôle réalisées sur le marché français entre 1996 et 2002.

¹⁴ Conformément à la réglementation en vigueur, Euronext Paris ne pourrait accepter cette demande que si les résultats de la garantie de cours réduisent la liquidité du titre de telle sorte que la radiation de la cote soit dans l'intérêt du marché. La décision d'Euronext Paris est conditionnée au non exercice du droit d'opposition de la Commission des opérations de bourse.

¹⁵ Entre 1999 et 2007, 42 entreprises ont été radiées du marché suite à une procédure d'offre publique obligatoire par voie de garantie de cours.

d'alignement se développe avec, parfois une situation de contrôle total du capital où les bénéfices privés sont nuls. Donc, la garantie de cours peut atténuer les coûts d'une moindre concentration du capital et donc les extractions inefficaces des bénéfices privés qui en découlent (Burkart et al, 2004). En même temps, la valeur des actions (encore cotées) peut subir une décote à cause d'une moindre liquidité du titre.

3.4.2 Le comportement de l'acquéreur

En explorant les notes d'information des garanties de cours, nous avons pu distinguer deux types de stratégies selon l'objectif visé par l'acquéreur :

- La première stratégie vise à retenir les actionnaires minoritaires dans le but de maintenir la cotation du titre et éventuellement améliorer sa liquidité.
- La seconde stratégie consiste à amener les actionnaires minoritaires à apporter leurs titres à l'offre de garantie de cours afin d'atteindre le niveau de participation minimum de 95%, permettant la mise en œuvre d'une procédure d'offre publique de retrait et d'un retrait obligatoire¹⁶.

Selon De La Bruslerie et Deffains-Crapsky (2001), l'information communiquée par l'initiateur pendant la période du transfert de contrôle et de garantie de cours est une composante de la politique de l'acquéreur. Ce message peut être optimiste pour retenir les actionnaires ou pessimiste pour les expulser.

L'initiateur a plusieurs variables par lesquelles il peut agir sur la réussite de son offre ; il peut communiquer des informations concernant :

- Son intention de procéder à une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, s'il viendrait à détenir plus de 95% des droits de vote de la cible ;
- Les avantages du rapprochement, les complémentarités ou les synergies attendues de l'opération ;
- La liquidité du titre (élargissement de l'actionnariat, du flottant) ;
- Le niveau de dividendes futurs ;...

¹⁶ « Le ou les actionnaires majoritaires qui détiennent de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce au moins 95 % des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou ont cessé de l'être, peuvent déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait visant les titres de capital ou de droits de vote ou donnant accès au capital non détenus par eux ». **Article 236-3 du Règlement Général de l'Autorité des marchés Financiers.**

Ainsi, l'initiateur de l'offre est en mesure d'influencer le choix des actionnaires minoritaires à travers les informations qu'il communique dans la note d'information de la garantie de cours.

3.4.3 Le choix des actionnaires minoritaires

Quand un mécanisme de garantie de cours est mis en œuvre, les actionnaires externes ont le choix de maintenir leur participation dans la firme ou de céder leurs actions au prix de la garantie de cours. S'agissant d'opérations comportant une prime de contrôle payée à l'ancien actionnaire majoritaire, le prix proposé dans ces garanties de cours constitue une bonne opportunité de sortie pour les minoritaires. Alors, pourquoi certains actionnaires (29.3%) renoncent à une telle opportunité¹⁷ ?

De La Bruslerie et Deffains-Crapsky (2001) utilisent un modèle d'évaluation des options réelles pour analyser l'opportunité de garantie de cours lors des opérations de prises de contrôle¹⁸. Ils montrent que la réponse partielle des actionnaires minoritaire à l'offre de garantie de cours est expliquée par les différences de leurs anticipations. Ainsi, certains actionnaires accepteront d'exercer et d'autres préféreront garder leurs participation ; ces choix sont tous économiquement rationnels compte tenu de leurs niveau d'information et de leurs anticipations quant à la valeur future de la firme¹⁹.

4. Essai d'explication du taux de réussite de l'offre de garantie de cours

4.1 Calcul du taux de réponse

Le taux de réponse représente le pourcentage des actionnaires externes qui ont répondu favorablement à l'offre, soit :

$$\text{Taux de réponse} = \frac{\text{Nombre de titres apportés à la GC}}{\text{Nombre de titres pouvant être apportés à la GC}}$$

¹⁷ De plus, lors de telles opérations, les actionnaires extérieurs savent que le nombre d'actions flottantes risque d'être réduit et que la liquidité du marché sera très incertaine. Ainsi, refuser l'offre mène à accepter un coût supplémentaire en raison d'une liquidité inférieure.

¹⁸ Les auteurs établissent que l'opportunité accordée aux actionnaires minoritaires est équivalente à une option réelle d'abandon leur permettant de vendre une part de l'investissement dans la firme contre un actif sans risque.

¹⁹ Quand la firme est acquise, de nouveaux projets stratégiques et industriels peuvent modifier la valeur anticipée des *cash flow* et donc la valeur de la firme. Les actionnaires peuvent se baser sur les informations communiquées par l'initiateur ainsi que sur les anticipations des analystes financiers. Néanmoins, ces actionnaires ne feront pas les mêmes anticipations parce qu'ils n'ont pas la même motivation pour obtenir, analyser et décrypter ces informations.

Sur notre échantillon composé de 72 offres de garanties de cours entre 1999 et 2007, nous obtenons les statistiques suivantes :

	Taux de Réponse
Moyenne	70.7 %
Médiane	84.2 %
Ecart-type	31.1 %

4.2 Les variables indépendantes

- La prime offerte

Bien que les anticipations des actionnaires externes sur l'évolution de la valeur future de la firme (après le changement de contrôle) soient différentes, la décision d'un actionnaire minoritaire d'apporter ses titres à l'offre de garantie de cours dépend du prix de l'offre, qui n'est autre que le prix du transfert du bloc de contrôle. Une prime plus élevée devrait donc attirer plus d'actionnaires.

La prime est calculée par rapport au cours moyen pondéré du mois précédant l'annonce du transfert de bloc de contrôle (P_{1M}). P étant le prix (par action) du transfert de blocs.

$$\text{PRIME} = \frac{(P - P_{1M})}{P_{1M}}$$

Ainsi, nous prévoyons une relation positive entre la prime de contrôle et le taux de réussite de l'offre de garantie de cours.

- L'annonce d'une OPR

Avant l'ouverture de la garantie de cours, les actionnaires peuvent avoir une information sur l'intention de l'initiateur de déposer, dès la clôture de la garantie de cours et dans le cas où il détiendrait au moins 95% des droits de vote de la cible, un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

Dans notre étude, 70.1 % des acquéreurs annoncent leur intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (si les actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% des droits de vote).

Nous utilisons donc une variable binaire (OPR) qui prend la valeur 1 si l'intention de l'initiateur de déposer un projet d'offre de retrait suivie d'un retrait obligatoire, est mentionnée dans la note d'information de la garantie de cours ; et 0 par ailleurs.

La stratégie de l'acquéreur, de maintenir la cotation du titre ou au contraire de le radier de la cote, peut donc être connue par les actionnaires externes avant la période de l'offre. Une telle information peut inciter ces derniers à apporter leurs titres. La relation attendue est donc positive.

- Fusion de deux ou plusieurs blocs

La situation d'un actionnaire minoritaire et ses conditions de sortie sont différentes selon que la transaction modifie ou non le niveau de concentration du capital. En effet, la cession de bloc à un ancien actionnaire a pour effet d'augmenter la concentration de la propriété (fusion de deux ou plusieurs blocs) ; par ailleurs, le transfert de blocs à un nouvel actionnaire peut modifier la structure de propriété si ce dernier acquiert plusieurs blocs de titres à la fois, qui lui confèrent la majorité du capital. Dans les deux cas, la cession entraîne une dégradation du pouvoir relatif de vote des actionnaires externes même si leur part nominale demeure inchangée (Trojanowski, 2005).

Parmi les 72 transferts que nous avons étudiés, nous comptons 5 opérations où l'acquisition de blocs est faite par un ancien actionnaire de la firme et 25 opérations portant sur un transfert de deux ou plusieurs blocs vers un nouvel actionnaire.

Du point de vu des minoritaires, les transferts qui augmentent le niveau de concentration du capital (avant la garantie de cours) ne sont pas avantageux dans la mesure où ils entraînent une dégradation de leur pouvoir stratégique de contrôle. Dans ces conditions, l'exercice de l'option de sortie est plus probable. Ainsi, le taux de participation des actionnaires minoritaires à l'offre de garantie de cours devrait être plus élevé quand la transaction augmente le niveau de concentration du capital de la firme.

Pour tester cette hypothèse, nous introduisons une variable binaire qui prend la valeur 1 si la transaction entraîne une dégradation du pouvoir stratégique des actionnaires externes et 0 par ailleurs.

- La fraction du capital accumulée par l'acquéreur avant l'offre

L'impact de la part du capital accumulée par l'acquéreur²⁰ sur la réponse des actionnaires minoritaires à l'offre de garantie de cours n'est pas certain : D'une part, la valeur des actions augmente avec la part du capital détenue par l'actionnaire dominant qui, de ce fait, internalise plus les bénéfices du monitoring et les coûts d'inefficience liés à l'expropriation²¹ (Edwards et al, 2004). D'autre part, un niveau de concentration très élevé engendre un coût supplémentaire pour les actionnaires minoritaires en raison d'une liquidité inférieure. Rappelons que la fraction moyenne accumulée par les acquéreurs (avant la garantie de cours) est de l'ordre de 70%.

- La stratégie de rapprochement entre les deux entités

Les avantages de parenté, la complémentarité des actifs et la capacité absorptive sont des facteurs importants dans l'explication de la valeur créée et des gains attendus par l'acquéreur. De ce fait, l'acquisition est d'autant plus avantageuse pour l'ensemble des actionnaires qu'elle présente un intérêt stratégique telle que l'existence de synergies commerciales, industrielles, ou de R&D.

Selon Barclay et Holderness (1989), parmi les 50 transferts de blocs étudiés²², deux tiers des firmes acquéreuses opèrent dans le même secteur d'activité que la cible ou dans des activités étroitement liées, ce qui montre l'intérêt stratégique de ces opérations. Sur notre échantillon, 78% des acquéreurs présentent des liens stratégiques avec la cible : les deux firmes exercent la même activité ou des activités complémentaires²³.

Trojanowski (2005) établit que la réaction du marché est plus favorable quand l'acquéreur du bloc est un investisseur stratégique et/ou un nouvel actionnaire²⁴. Le fait que les actionnaires minoritaires puissent anticiper les gains économiques résultant d'un rapprochement stratégique entre l'acquéreur et la firme visée, peut justifier leur choix de maintenir leur participation dans la firme. Nous anticipons donc une relation négative entre la variable (binaire) "Synergie" et le taux d'acceptation de l'offre.

²⁰ Compte tenu de sa participation initiale dans le capital de la firme et d'éventuelles promesses de cession (après la période de garantie de cours).

²¹ Effet d'alignement

²² L'échantillon comprend 63 transactions de blocs d'actions impliquant au moins 5% des actions des firmes (cotées sur le Nyse ou l'Amex) entre 1978 et 1982.

²³ Notons que 100% des acquéreurs sont des firmes.

²⁴ Ce résultat conduit l'auteur à accepter l'hypothèse énoncée, à savoir : La réaction du marché à l'entrée d'un nouvel investisseur fournit une évaluation pour la création de valeur résultant de la présence d'un nouveau détenteur de bloc.

4.3 Résultats de la régression

A partir de l'échantillon initial (72 observations), le nombre d'observations a été diminué de 3 valeurs manquantes et 2 valeurs éloignées. L'échantillon final est composé de 67 offres de garanties de cours réalisées entre 1999 et 2007.

La méthodologie consiste en une régression linéaire simple du taux de Réponse sur les variables explicatives :

Tx Réponse	Taux de réponse des actionnaires minoritaires à l'offre de garantie de cours
PRIME	Prime de contrôle (1 mois)
% CL Accumulé	Pourcentage du capital accumulé par l'acquéreur avant la garantie de cours
Synergie	Existence de liens stratégiques entre l'acquéreur et la cible
OPR	Déclaration par l'initiateur de procéder à une OPR après la clôture de la garantie de cours
Pouvoir Min	Dégradation du pouvoir de contrôle des actionnaires minoritaires suite au transfert de bloc

Les résultats de la régression linéaire sont reportés dans les deux tableaux ci-dessous :

R²	R² ajusté	Durbin-Watson	F	Signification
0,580	0,546	1,910	16,879	0,000

	Coefficients		t de Student	signification	Test de colinéarité
	Non standardisés	Standardisés	t		VIF
Constante	0,673	-	5,015	0,000 *	-
PRIME	0,423	0,507	5,820	0,000 *	1,101
% CL Accumulé	-0,254	-0,135	-1,608	0,113	1,028
Synergie	-0,073	-0,106	-1,255	0,214	1,046
OPR	0,248	0,394	4,595	0,000 *	1,071
Pouvoir Min	0,148	0,246	2,925	0,005 *	1,029

Le modèle explique 58% de la variation du taux de succès des garanties de cours. La statistique de Durbin-Watson et le facteur d'inflation de la variance (VIF) indiquent l'absence de multi colinéarité entre les variables indépendantes.

Trois hypothèses sont vérifiées par nos données :

- Le taux d'acceptation de l'offre de garantie de cours augmente significativement avec la prime offerte. Ce résultat vient à l'appui de notre première hypothèse. En outre, la prime offerte constitue le facteur le plus important dans l'explication du taux de réponse.
- La variable binaire OPR influence positivement et significativement le taux de réponse des actionnaires à l'offre de garantie de cours. Ce résultat indique que l'information communiquée sur la stratégie de l'acquéreur (de vouloir maintenir la cotation du titre ou au contraire, de le radier de la cote) est importante pour la décision des actionnaires minoritaires à apporter (ou non) leurs titres à l'offre de garantie de cours. En effet, l'initiateur pourrait amener les actionnaires minoritaires à céder leurs participations en leur annonçant son intention de procéder au retrait des actions qu'il ne viendrait pas à détenir après la garantie de cours.
- Le taux d'acceptation de l'offre de garantie de cours est significativement plus élevé pour les transactions qui entraînent une concentration du capital de la cible (suite à la fusion de deux ou plusieurs blocs). Les transferts de blocs de contrôle qui entraînent une dégradation du pouvoir stratégique des actionnaires externes sont donc moins bien perçus par ces derniers. L'exercice de l'option de sortie est alors plus probable.

Par ailleurs, nos résultats montrent :

- Un coefficient négatif (non significatif) pour la variable mesurant la fraction du capital accumulé par l'acquéreur avant la garantie de cours. Ce résultat est attendu, dans la mesure où l'impact de cette variable sur la valeur des actions n'est pas prévisible à cause des deux effets mentionnés plus haut (l'effet d'alignement et les coûts liés à une moindre liquidité du titre).
- Une faible contribution de la variable binaire (synergie)²⁵ dans l'explication du taux de réponse ; ainsi, le choix des actionnaires minoritaires ne semble pas être affecté par l'intérêt stratégique de l'acquisition, ce qui peut être justifié par leur manque d'information.

²⁵ Le coefficient d'ajustement β est négatif, mais sa valeur est très faible.

Conclusion

L'objectif de cette étude était d'analyser les opérations de transferts de blocs de contrôle en présence du mécanisme juridique de garantie de cours (adopté en France), dont la finalité est d'assurer un traitement égal entre tous les actionnaires, donc un niveau de responsabilité sociale plus élevé.

Le cadre de cette étude est intéressant pour trois raisons :

Premièrement, le prix d'une action votante dans un bloc négocié est souvent plus élevé que le prix d'une action échangée sur le marché. Plusieurs auteurs s'accordent sur le fait que ces primes reflètent les bénéfices privés nets anticipés par les détenteurs de blocs. La valeur estimée de la prime de contrôle sur notre échantillon de 72 transferts de blocs de contrôle (entre 1999 et 2007) est de 20,2% du prix de l'action.

Deuxièmement, avec la règle de garantie de cours, les actionnaires minoritaires sont autorisés à participer à la transaction et aux mêmes conditions que celles du transfert de bloc de contrôle. Une conséquence de cette réglementation est l'augmentation du niveau de concentration du capital de des entreprises, dont les actions sont souvent radiées du marché suite à l'offre.

Troisièmement, l'étude du comportement des actionnaires externes à travers leur réponse à l'offre de garantie de cours est importante pour évaluer l'efficacité de cette réglementation à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires. Notre étude révèle que le choix des actionnaires minoritaires d'apporter leurs titres à l'offre de garantie de cours dépend essentiellement de trois facteurs : la prime offerte, l'intention de l'initiateur quant au maintien de la cotation du titre et l'augmentation du niveau de concentration du capital suite au transfert.

Au final, le mécanisme de garantie de cours contribue à protéger les actionnaires minoritaires lors des transferts de blocs de contrôle, en particulier, l'utilité de cette réglementation est plus justifiée pour les transferts de blocs qui modifient la structure de propriété de l'entreprise visée ; d'un autre côté, "le fait d'amener les actionnaires résiduels à céder leur participation est une conséquence paradoxale d'un mécanisme de protection des actionnaires minoritaires qui vise à les expulser" (De La Bruslerie et Deffains-Crapsky, 2001).

Bibliographie

- Barclay, M.J, Holderness, C.G, 1989, “Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 25, 2, 317-395.
- Barclay, M, Holderness, C, 1992, “The law and large block trades”», *Journal of Law and Economics*, 35, 265-294.
- Bebchuk, L, 1994, “Efficient and inefficient sales of corporate control”, *The Quarterly Journal of Economics*, 109, 4, 957-993.
- Burkart, M, Panunzi, F, 2004, “Mandatory bids, squeeze-out, sell-out, and the dynamics of the tender offer process, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*”, Working paper n° 10/2003.
- Dyck, A, Zingales, L, 2004, “Private benefits of control: An international Comparison”, *Journal of finance*, 59, 537-600.
- Edwards, J.S, Weichenrieder, A, J, 2004, “Ownership Concentration and Share Valuation”, *German Economic Review*, 5, 2, 143–171.
- Faccio, M, Lang, L, 2002, “The ultimate ownership of Western European corporations”, *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Grossman, S, Hart, O, 1980, “Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation”, *Bell Journal of Economics*, 11, 42–64.
- Jensen, M.C, Meckling, W.H, 1976, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes, F, Shleifer, A, 2000, “Tunneling”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, 22-27.
- Kahan, M, 1993, “Sales of corporate control”, *Journal of Law Economics and Organization*, 9, 368–379.
- La Bruslerie, H, Deffains-Crapsky, C, 2005, “Takeover bids, unconditional offer price and investor protection”, *Review of Financial Economics*, 14, 103–126.
- La Porta,R, Lopez-de-Silanes, F, Shleifer, A, 1999, “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, 54, 471–517.
- Le Maux, J, 2003, *La protection des actionnaires minoritaires au sein des sociétés cotées en France*, Thèse de doctorat soutenue à l'Université de Paris I.
- Nicodano, G, Sembenelli, A, 2004, “Private benefits, block transaction premiums and ownership structure”, *International Review of Financial Analysis*, 13, 227–244.

Schatt, A, Roy, T, 2005, "Etude des déterminants de la prime d'acquisition d'un bloc de contrôle : le cas français", *La Revue du Financier*, n°149-150, 17-30.

Shleifer, A, Vishny, R.W, 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Trojanowski, G, 2005, "Equity block transfers in transition economies: Evidence from Poland", Xfi Centre for Finance and Investment, University of Exeter.

Zwiebel, J, 1995, "Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control", *Review of Economic Studies*, 62, 161-185.

Annexes

Comparaison des primes

	PRIME (1 mois)	PRIME (3 mois)	PRIME (6mois)	PRIME moyenne
MOYENNE	20,2 %	19,8 %	22,9 %	20,3 %
MEDIANE	19,8 %	20,9 %	22,6 %	20,3 %
ECART TYPE	32,0 %	37,1 %	40,3 %	35,9 %

Statistiques descriptives des variables

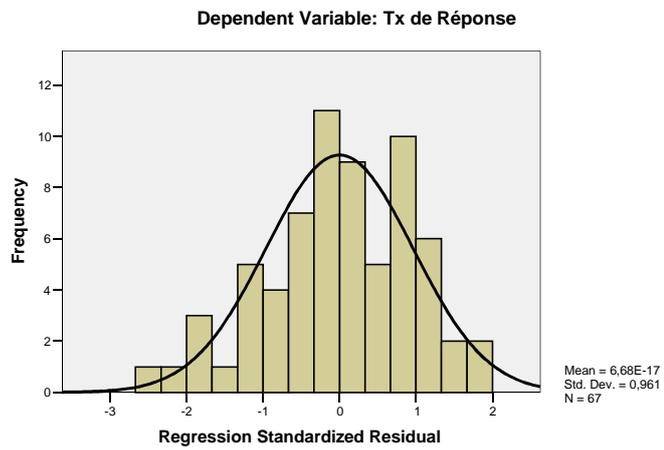
	Tx de Réponse (%)	PRIME (%)	% CL Accumulé
Nombre d'observations	67	67	67
Moyenne	73,9	18,4	71,6
Médiane	86,7	19,7	72,0
Variance	8,4	12,0	2,4
Minimum	0	-83,1	51,0
Maximum	106,1	146,5	100,0

Statistiques des variables binaires

	OPR	Synergie	Pouvoir Min
Nombre d'observations	67	67	67
Nombre d'observations (Valeur = 1)	47	52	24
Nombre d'observations (Valeur = 0)	20	15	43
Pourcentage d'observations (valeur = 1)	70,1%	77,6 %	35,8%

Tests de Normalité des erreurs

Histogramme



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

