

P A R I S IX

U.E.R 3ème Cycle Sciences des organisations

D . E . A 1 0 3

METHODOLOGIE ET MODELES DU MANAGEMENT SCIENTIFIQUE

LES PROCEDURES DE CONTROLE

DES GESTIONNAIRES .

L ' EXEMPLE DE L ' OFFRE PUBLIQUE .

Séminaire : Processus de décision et de négociation

J.P. PONSSARD

D e n i s B O U Y S S O U

Août 1981

S O M M A I R E

=====

INTRODUCTION	page 1
I - NATURE DE L'OFFRE PUBLIQUE	page 2
A - DEFINITION	page 2
B - LES MECANISMES ALTERNATIFS DE PRISE DE CONTROLE	page 3
1 - Les procédures boursières	page 3
2 - Les autres procédures	page 4
C - LES MOTIVATIONS D'UNE OFFRE PUBLIQUE	page 4
1 - Les effets de synergie	page 5
2 - L'acquisition d'un pouvoir de monopole	page 5
3 - Le contrôle de la gestion	page 6
4 - Les motifs "spéculatifs"	page 8
5 - Les offres de "fermeture"	page 9
II - QUELQUES MODELISATIONS ECONOMIQUES DES O.P.	page 10
A - LES MOTIFS DE SYNERGIE	page 10
B - L'O P DISCIPLINAIRE DANS LA LITTERATURE	page 11
C - PRESENTATION D'UN MODELE FORMEL DE L'OPA DISCIPLIN..	page 14
D - LE CAS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE	page 21
E - LES OFFRES CONDITIONNELLES	page 24
F - L'ANALYSE EMPIRIQUE DES MOTIFS D'O P	page 25
III - LA REGLEMENTATION DES O.P : UN ESSAI D'ANALYSE	page 27
A - LES OFFRES PUBLIQUES EN FRANCE	page 28
B - REGLEMENTATION DES O.P ET PROTECTION DES ACTIONNAIR.	page 30
C - LES VARIABLES DE CONTROLE SUR L'O.P	page 31
1- Le déroulement de l'offre publique	page 32
a) les délais de réalisation	page 32
b) le coût des O.P	page 33
c) l'information diffusée	page 33
d) la prévention des concentrations monopolistiq.	page 34
e) les aspects juridiques de l'opération	page 35
2- Les rapports entre minoritaires et majoritaires .	page 35
D - QUELQUES REMARQUES SUR LA SITUATION FRANCAISE	page 36
1- L'organisation de la concurrence	page 37
2- La diffusion de l'information	page 38
3- L'exclusion des minoritaires	page 40
CONCLUSION	page 41
REFERENCES	page 43

I N T R O D U C T I O N

Lorsqu'une organisation atteint une certaine taille, les problèmes de décision et de pouvoir en son sein apparaissent d'une grande complexité. Qui sont les acteurs? Quelles sont leurs préférences? Quelles sont les stratégies qu'ils mettent en oeuvre parmi celles qu'ils envisagent? Comment s'opèrent les choix finaux? Telles sont quelques unes des questions qui constituent un vaste champ d'investigation d'une nature souvent pluridisciplinaire.

Au niveau économique, l'entreprise individuelle est désormais largement supplantée par d'autres formes d'organisation, la Société Anonyme en particulier. Cette évolution a fait de la firme une entité aux propriétaires multiples, délégrant le plus souvent à des gestionnaires, leurs pouvoirs de décision. L'interaction entre ces deux groupes d'acteurs, qui ne sont d'ailleurs pas forcément homogènes, ne recouvre pas, bien sûr, l'ensemble des relations de pouvoir à l'intérieur de cette organisation. Elle est cependant d'une grande importance car elle conditionne dans une large mesure les décisions ultérieures de l'entreprise. Longtemps, la théorie économique a modélisé l'entreprise sous la forme d'un "entrepreneur" unique réunissant la propriété des biens de production et les pouvoirs de décision. La prise en considération des actionnaires d'une part et des gestionnaires d'autre part pose des problèmes ayant trait à la nature de la délégation de pouvoir et à son contrôle. Les propriétaires peuvent-ils s'accorder sur un objectif unique? Dans l'affirmative, comment peuvent-ils s'assurer de la poursuite de cet objectif par les décideurs? La réponse à ces questions qui préoccupe la théorie financière moderne conditionne la robustesse des analyses fondées sur un entrepreneur unique et surtout, la meilleure intelligence du fonctionnement de l'entreprise sous forme de société.

Dans ce texte, nous nous préoccupons d'une modalité particulière de contrôle possible des gestionnaires par les actionnaires : la prise de contrôle, et plus précisément l'Offre Publique. En effet, cette procédure présente la double particularité d'être, en quelque sorte, secrétée par le marché financier qui offrirait donc d'une façon spontanée des mécanismes de contrôle adéquats, et d'avoir été souvent invoquée comme permettant de justifier le recours à une modélisation ne se préoccupant pas des problèmes de délégation. De plus, ce mécanisme est d'une introduction assez récente en France (15 ans) et son acclimatation a soulevé

de nombreuses controverses tant sur le plan de sa réglementation que de son utilisation . Notre but sera donc principalement d'essayer de déterminer dans quelle mesure l'offre publique (ou O.P) influe sur les rapports entre gestionnaires et propriétaires.

Dans une première partie nous ferons une présentation générale de l'offre publique, en tentant de déterminer sa spécificité et ses motivations possibles. Dans une deuxième partie nous nous attacherons à faire une analyse critique des différentes modélisations proposées de cette technique afin d'être en mesure dans une dernière partie de mieux apprécier la situation française quant à la réglementation en vigueur avant de présenter quelques conclusions .

-I- NATURE DE L' OFFRE PUBLIQUE

A - DEFINITION

La première définition explicite de l'offre publique se trouve dans l'Année Boursière 1966 (document publié par la Compagnie des Agents de change ; C A C) à la suite de l'échange de lettres intervenu cette même année entre la C A C et le Ministre des finances réglementant pour la première fois cette procédure en France . Bien qu'ancienne cette définition reste le fondement de la réglementation actuelle : " elle (l'offre publique d'achat) consiste pour son initiateur, personne physique ou morale , à faire connaître publiquement aux actionnaires d'une Société qu'il est disposé à leur acheter les actions qu'ils détiennent de cette Société, le plus souvent en vue de s'assurer le contrôle de l'Entreprise . Une telle offre limitée dans le temps (de 1 à 3 mois d'ordinaire) est très généralement libellée pour d'évidents motifs à un prix supérieur au cours coté en Bourse ; elle est , en outre , assortie de la condition que le nombre de titres proposés à l'acquéreur à l'issue de la procédure atteigne une quantité minima faute de laquelle l'offre d'achat deviendrait caduque ; pour le cas de réussite, l'initiateur a lieu de préciser ses intentions, qui peuvent être soit de prendre toutes quantités qui lui seront présentées au delà du plancher stipulé soit d'opérer une réduction des ordres de vente excédentaires qui les ramènera au niveau jugé par lui convenable , dans la limite du minimum prévu toutefois." (Année boursière 1966 .p 187)

Nous renvoyons le lecteur à Loyrette (1971) et Malan (1969) pour la présentation des principaux traits de la législation en vigueur dans les pays anglo-saxons et à la troisième partie pour l'analyse de la

règlementation française . De cette définition il suffira de retenir pour le moment quelques traits essentiels au delà de l'aspect juridique du contrat proposé . L'offre est publique , c'est à dire qu'elle s'adresse à tous les actionnaires de la société visée qui sont en principe mis sur un pied d'égalité parfaite tant en ce qui concerne le prix que l'information éventuellement dévoilée par l'initiateur . D'autre part, cette offre ne nécessite aucune intervention des gestionnaires ou du Conseil d'Administration de la Société visée et c'est l'actionnaire qui, seul, décide de lui répondre favorablement ou non . Il convient de remarquer que le prix proposé peut prendre la forme soit d'une somme d'argent , cas de l'offre publique d'achat (O.P.A) soit de titres (émis ou à émettre , obligations ou actions, obligations classiques ou convertibles) cas de l'offre publique d'échange (O.P.E), soit des deux (titres plus soulté) .

B - LES MECANISMES ALTERNATIFS DE PRISE DE CONTROLE

L'O.P n'est pas la seule manière pour une société de prendre le contrôle d'une autre . L'étude des mécanismes alternatifs permettra de mieux faire ressortir sa spécificité . Ces procédures sont de deux types selon qu'elles sont " boursières " ou non . Ce sont le " ramassage " et la cession de Bloc de Contrôle d'une part, la fusion, l'absorption et l'apport partiel d'actif d'autre part (voir pour un exposé détaillé Latreyte (1976), Donedieu (1975), Jacquemin (1975) p. 41 et suivantes et pour une analyse juridique Lamy (1981).)

1 - Les procédures boursières

a) Le ramassage . Il consiste pour une société à acheter sur le marché les titres nécessaires à l'obtention du contrôle . Cette technique, bien qu'assez souvent utilisée en France, présente de nombreux inconvénients. Elle nécessite en effet un temps assez long car seules des quantités marginales de titres sont négociées chaque jour. De plus, le secret doit être gardé le plus longtemps possible sur les véritables intentions de l'initiateur, sans quoi les cours s'en ressentiraient immédiatement ce qui, ajouté à la pression continue exercée à la hausse due au gonflement de la demande, pourrait rendre l'opération très coûteuse (sur ce point voir R.Marris.1964). Or, ce genre d'acquisitions ne peut, quand ce n'est pas la Loi elle-même qui l'interdit (aux U.S.A l'initiateur doit révéler ses intentions après avoir acheté au plus 5% du capital) être tenue secrète très longtemps sur un marché financier . L'incertitude sur le coût réel de l'opération ainsi que sur ses chances de succès la rendent particulièrement risquée et pratiquement condamnée si le capital n'est pas fortement dispersé.

b) La cession de bloc de contrôle. Elle consiste dans la vente par

un actionnaire d'un bloc important de titres ("conférant le contrôle" selon les termes mêmes des textes, ce que la C A C apprécie cas par cas compte tenu de la répartition du capital) à un prix supérieur aux cours cotés , à une société désireuse d'acquérir le contrôle de l'entreprise visée . Cette cession est assortie d'une clause de maintien des cours au niveau du prix de la transaction pendant quinze séances de Bourse afin de permettre aux autres actionnaires de profiter de ce prix élevé . Cette opération ne peut bien sûr être utilisée que si le contrôle de la société est déjà détenu par un actionnaire unique .

2 - Les autres procédures:

Les autres procédures de contrôle sont la fusion, l'absorption et l'apport partiel d'actif . Elles sont de nature différente des précédentes car elles ne peuvent réussir sans l'accord du Conseil d'Administration et des gestionnaires de la société visée et l'approbation de l'opération par l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires statuant à la majorité qualifiée . Elles ne sont donc utilisables qu'en cas d'accord entre les dirigeants concernés et relèguent l'actionnaire à une fonction de contrôle a posteriori .

L'offre publique est donc, à notre sens, la méthode la plus souple permettant d'acquérir le contrôle d'une société . S'adressant directement aux propriétaires elle peut se réaliser d'une façon rapide, sans incertitude sur le coût des titres et avec ou sans l'accord des gestionnaires de la société convoitée, ce qui n'est pas sans importance sur la fonction que certains auteurs lui ont assignée. Mais la description du mécanisme ne peut être suffisante à elle seule pour comprendre l'intérêt de l'offre publique et il est nécessaire de s'interroger maintenant sur les motivations possibles de l'initiateur .

C - LES MOTIVATIONS D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Il est en effet essentiel de comprendre pourquoi un initiateur est prêt à payer un prix supérieur au cours du marché pour acquérir le contrôle d'une société . Depuis longtemps le droit de vote attaché à une action a fait l'objet d'études que l'on cherche à évaluer économétriquement la différence d'évaluation existante entre les actions avec ou sans droit de vote (dans les pays qui l'admettent aux U.S.A par exemple) ou que l'on cherche à évaluer directement la valeur du pouvoir attaché à une action, sur ce point voir Gambarelli (1980). L'étude des motivations de l'initiateur dans la littérature repose sur l'idée simple que celui-ci , soit pour une raison exogène soit à cause du pouvoir que confère le contrôle sur la ges-

tion , évalue l'entreprise convoitée différemment des anciens actionnaires , cette différence étant le plus souvent positive, l'opération s'engageant généralement à un prix supérieur à l'ancienne évaluation . Si nous laissons de côté les raisons exogènes, cette valeur associée au contrôle peut avoir différentes causes que nous nous proposons d'étudier brièvement en distinguant de façon traditionnelle : les effets de synergie, les effets dûs à l'acquisition d'un pouvoir de monopole et ceux dûs à la possibilité d'influer sur les décisions de gestion . Il faut noter que l'économie industrielle s'est depuis longtemps préoccupée, mais pour des motifs quelque peu différents, de ce problème et nous renvoyons pour cet éclairage à la synthèse de Jacquemin (1975) .

1 - Les effets de synergie

Ces effets ont depuis longtemps été répertoriés et étudiés dans le cadre général de l'étude de la croissance externe des entreprises. Ils peuvent consister en des économies d'échelles sur le plan de la production ou de l'administration et aussi à la mise en commun des capacités des équipes dirigeantes et des informations qu'elles détiennent . Il faut remarquer que c'est cet argument qui est le plus souvent avancé, tant en France qu'à l'étranger, pour justifier le lancement d'une offre publique , comme pour toutes les opérations de concentration d'ailleurs . En France tout particulièrement, la création du mécanisme de l'O P en 1966 répondait avant tout au souci des pouvoirs publics de favoriser la concentration des entreprises françaises (cette " restructuration industrielle " n'étant censée apporter que des effets bénéfiques) et partant de fournir aux dirigeants de sociétés la panoplie la plus étendue possible de moyens juridiques pour parvenir à cette fin . (voir par exemple: Ait Abdallah (1972) , Latreyte (1976) ou Harteman Ducousset (1969).

2 - L'acquisition d'un pouvoir de monopole

Cet aspect a lui aussi été étudié depuis longtemps et n'est pas propre, tout comme le précédent, à la technique de l'OP. Ces rentes de monopole ne trouvent pas forcément leur origine sur le marché des outputs de la firme mais peuvent se rencontrer également au niveau du marché financier , du marché du travail ou du marché des inputs.

Il faut bien noter qu'en ce qui concerne les deux effets précédents l'OP n'est qu'une possibilité parmi d'autres d'effectuer une opération de croissance externe . Son choix sera motivé pour des raisons tenant soit aux coûts des différentes techniques , soit à des raisons de délai, soit le plus souvent à des raisons fiscales . La troisième motiva-

tion est au contraire plus spécifique à l'OP .

3 - Le contrôle de la gestion

En effet s'il s'agit pour un groupe d'essayer de modifier les décisions prises par une entreprise afin de tenter d'améliorer ses résultats, il pourra être indispensable de ne pas avoir à obtenir l'agrément des dirigeants, désavoués dans une certaine mesure . L'OP est donc dans ce cas la forme privilégiée de prise de contrôle si le capital est dispersé empêchant par la-même toute possibilité de cession de bloc .

Nous étudierons dans la deuxième partie les modèles se proposant de montrer comment et sous quelles conditions l'OP peut permettre , tant par la menace qu'elle exerce que par sa réalisation, un meilleur contrôle des gestionnaires . L'argument central et maintes fois avancé consiste à dire que, si les gestionnaires dévient de l'objectif assigné, une prise de contrôle par le biais d'une OP pourra permettre de les remplacer, de gérer la firme au mieux en fonction de cet objectif et de la revendre en réalisant ainsi un gain en capital .

Dans ce paragraphe nous nous attacherons à montrer l'importance de ce rôle spécifique de l'OP dans la pensée économique, justifiant ainsi la large place qui lui est accordée dans la littérature concernant la théorie de la firme .

Les premiers néo-classiques concernant le comportement des entreprises se fondaient sur l'hypothèse que l'on pouvait assimiler la firme à un personnage , " l'entrepreneur " , à la fois propriétaire unique et gestionnaire . Cet entrepreneur désireux d'accroître son patrimoine adoptait un comportement de maximisation du profit . Ce postulat qui ne peut être assimilé à une hypothèse de comportement, a été très diversement apprécié et critiqué , et pose des problèmes épistémologiques de modélisation et de vérification (sur ces problèmes voir en particulier : M. Friedman (1953) et T. Scitovsky (1943);) . Les critiques assez virulentes de J. K. Galbraith (1967) par exemple et la littérature concernant la séparation du pouvoir et du contrôle dans les grandes sociétés (en particulier Berle Means (1932), De Vroey (1973) .) étaient une forte incitation au relâchement de certaines hypothèses afin d'apprécier la robustesse des résultats classiques ou, à l'inverse, à la construction de modèles fondés sur des prémices différents supposés plus réalistes (voir pour une analyse assez critique de la conception classique de la modélisation en économie et en particulier sur l'utilisation abondante des hypothèses " tout se passe comme si " Williamson (1964).) .

L'analyse fisherienne classique concernant la séparation des

décisions de production et de consommation avait montré la possibilité, dans un cadre statique, de l'existence d'un consensus entre différents actionnaires aux préférences multiples - et donc d'une délégation des pouvoirs de gestion - sur un objectif unique de maximisation du profit, pourvu qu'il existât un marché financier parfait. Cependant, même dans ce cas, des mécanismes d'incitation et de contrôle des gestionnaires restent à définir. Les théories behavioristes ou manageriales du comportement de l'entreprise (entre autres Cyert March (1963) et R. Marris (1964).) ont de plus souligné l'éventualité de déviations significatives par rapport à un comportement classique de maximisation de la valeur. Sans un mécanisme correcteur le marché des titres ne contribue plus qu'imparfaitement à l'allocation optimale des ressources dans l'économie (sur cette notion voir : Baumol (1965) chap. 1). Ce rôle disciplinaire de l'OP dont on a pu dire qu'il contribuait à l'établissement d'un processus de sélection quasi darwinien parmi les entreprises est d'autant plus important que la possibilité d'une unanimité des actionnaires sur les décisions de l'entreprise pose des problèmes complexes comme le montre Grossman et Stiglitz (1977).

Le problème des rapports entre gestionnaires et propriétaires est étudié traditionnellement de deux façons distinctes mais complémentaires. La première voie baptisée "théorie de l'Agence" essaie de déterminer comment un mandataire (le Principal) peut motiver un mandant (l'Agent) de façon à ce qu'il dévie le moins possible des objectifs qui lui sont assignés (pour une synthèse de ce problème voir : Grossman Hart (1980 a) et sur l'intégration de ces phénomènes dans le cadre plus large de la théorie financière Jensen Meckling (1976)). Cependant ce système d'incitation, dans un cadre où l'information est imparfaite et où de nombreuses sources d'incertitudes sont à dénombrer, ne peut jamais être parfait, au sens où l'objectif des gestionnaires ne sera pas une simple reproduction de celui assigné par les actionnaires. Ainsi dans certains "états de la nature" il ne sera pas possible ou pas souhaitable, parce que trop coûteux, de distinguer l'effort réel des gestionnaires des conditions plus ou moins favorables du marché. Compte tenu de cette imperfection irréductible l'étude des mécanismes disciplinaires, qui constitue la deuxième voie, prend tout son sens. Il se produira en effet des situations où un initiateur pourra espérer faire un gain en capital s'il parvient à prendre le contrôle de la firme et à la gérer différemment (comme nous le verrons la gestion "défectueuse" n'est pas forcément le résultat de la poursuite par les gestionnaires d'un objectif managerial joint à une inefficacité du système d'incitation mais peut également résulter de problèmes d'information).

4 - Les motifs "spéculatifs"

Il nous faut évoquer également un objectif très cité dans la littérature sous le nom de "spéculation financière" (sur cet objectif voir entre autres : Problèmes Economiques (1969) , CNME (1973) , Ait Abdallah (1972)-) . L'exemple classique fournit par la CAC et reproduit dans toutes les références citées est le suivant : on considère deux entreprises A et B qui ont pour caractéristiques :

	-A-	-B-
Nombre d'actions	100 000	100 000
Bénéfices	10 000 000	10 000 000
Nominal	100	100
Bénéfice par action (BNA)	100	100
Cours de l'action	1 500	500
Price earning ratio (PER)	15	5
Cours/B N A		

Compte tenu de cette situation A décide de lancer une OPE sur les actions de B en échange d'actions qu'elle émettra . Elle propose aux actionnaires de B d'échanger deux titres de la Société B contre une action de la Société A . On suppose que tous les actionnaires de B acceptent l'échange et A émet par conséquent 50 000 titres . La situation de la Ste A après l'opération devient :

	-A-
Nombre d'action	150 000
Bénéfice	20 000 000
B N A	133,33

Les auteurs concluent de cette opération que A a réalisé spéculativement une augmentation de son bénéfice par action qui passe de 100 à 133,33 et que de nombreuses OP n'ont pour but que cet accroissement artificiel . De plus cette augmentation a été réalisée au détriment de l'actionnaire de B qui a été lésé . En effet il a échangé deux de ses titres représentant un bénéfice par action de 200 contre un titre représentant un bénéfice par action de 133,33 . D'où la conclusion plus générale que, dès lors qu'existe une différence de PER entre deux sociétés, celle en faveur de qui joue la différence peut par une OP augmenter son bénéfice par action de façon spéculative au détriment des actionnaires de la société visée (cette conclusion est également formulée par Van Horne (1973) p.170 et s.) . Cet exemple bien que logiquement irréfutable présente de nombreux défauts . La question intuitive que l'on ne peut manquer de se poser est que si les actionnaires de B sont lésés on voit mal pourquoi ils acceptent l'opération et s'ils l'acceptent c'est qu'ils ne doivent pas avoir été lésés .

L'exemple prête au bénéfice par action une valeur que n'a certainement pas cette simple grandeur comptable calculée sur un exercice .

Si le bénéfice par action représentait vraiment la valeur de l'entreprise, comme les calculs semblent le laisser supposer, il faut se demander alors quelle est la signification du cours boursier et à quoi est due la différence de P E R que l'on constate . C'est que le cours, et donc arithmétiquement le P E R reflètent non seulement le bénéfice par action actuel mais aussi les perspectives bénéficiaires futures de l'entreprise . On peut bien sûr penser que le B N A a une signification psychologique importante pour l'actionnaire , mais alors, les actionnaires de A pourraient réaliser un gain important en arbitrants leurs titres contre des actions B , ce qui augmenterait le B N A total de leur portefeuille . Ici on propose en fait d'échanger deux titres valant $2 \times 500 = 1\ 000$ contre un titre A . Quelle sera la valeur du titre A après l'opération ? De façon simple le cours théorique après l'opération s'établira à :

$(1\ 500 \times 100\ 000 + 500 \times 100\ 000) / 150\ 000$ qui représente la somme des capitalisations boursières des deux sociétés divisée par le nombre total de titres soit : 1 333,33 . Les actionnaires de B réalisent donc un gain de 333,33 tandis que les actionnaires de A , eux perdent 166,66 . On comprend alors mal pourquoi A a lancé cette O P E . De plus il n'existe pas de taux d'échange des titres permettant aux actionnaires de A et B de réaliser un gain à la fois , ce qui est trivial puisque l'acquisition de B ne se traduit dans cet exemple ni par des effets de synergie , ni par l'acquisition d'un pouvoir de monopole , ni par une modification de la gestion rendant l'entreprise plus profitable . Des lors, A évalue B de la même façon que les actionnaires de B et réalise une perte si elle achète les titres plus de 500 et ne peut les acheter au dessous de 500 si elle veut que l'opération réussisse . Ce motif de " spéculation financière " ne semble donc pas être une motivation fondamentale des O P , bien que son évocation ait longtemps servi d'argument contre elles . Cela est dû au fait qu'il attache une importance excessive au bénéfice comptable et ne s'interroge pas sur les conditions de réussite des opérations proposées . Il ne suffit pas en effet de lancer une OP , même à un prix supérieur au cours de bourse ou avec un taux d'échange apparemment avantageux pour qu'elle réussisse .

5 - Les offres de "fermeture"

Certaines offres publiques ne visent pas à acquérir le contrôle d'une société. Les offres de fermeture correspondent à la volonté d'un initiateur qui détient la majorité du capital , de racheter les actions ne lui appartenant pas afin de contrôler totalement la société . Ce type d'offre fait l'objet en France d'une réglementation particulière dite " procédure simplifiée " . Le plus souvent cette tentative de refermer le capital

d'une société vise à simplifier les formalités juridiques concernant une future modification de l'entreprise (fusion ou absorption généralement) et donc à diminuer les possibilités de litige y afférant. Dans la suite de ce texte nous ne ferons pas référence à ces motifs très spécifiques. Cependant le fait que ces offres aient lieu à des prix substantiellement supérieurs au cours boursier (voir: Dodd Ruback (1977) pour le marché américain ou les commentaires annuels de l'Année Boursière pour le cas français) traduit la protection que la Loi accorde aux actionnaires minoritaires d'une société et en particulier son hostilité, dans la plupart des pays , à leur exclusion du partage d'une partie des bénéfices sociaux comme nous le verrons par la suite .

-II- QUELQUES MODELISATIONS ECONOMIQUES DES OFFRES PUBLIQUES

A - LES MOTIFS DE SYNERGIE

Nous regroupons sous ce terme les effets induits par la concentration dus soit à des économies d'échelles soit à l'acquisition d'un pouvoir de monopole . Nous consacrons ici un bref paragraphe à ce cas , car il sera nécessaire pour évoquer les problèmes de législation dans la dernière partie d'avoir une vue synthétique du problème, même si nous sommes tout particulièrement préoccupés par la fonction " disciplinaire " de l'OP .

Il est intuitivement assez logique de penser que dans cette situation rien ne s'oppose à la conduite des offres publiques . En effet les gains supplémentaires engendrés par la prise de contrôle ne seront véritablement effectifs que si l'opération réussit, et on peut penser qu'il existe donc un prix ou un taux d'échange qui permettra sa réalisation . Cet argument n'est que partiellement exact cependant . Ce qui permet en fait à l'opération de réussir tient à ce qu'une partie des effets de synergie sera affectée ,comptablement si l'on peut dire, à la société initiatrice .

Considérons deux sociétés : l'initiateur A réalise avant l'opération un profit h , la société visée B un profit q . On suppose que les effets de synergie peuvent se résumer à une somme s qui sera réalisée pour partie dans la société (la personne juridique) A et pour partie dans la société B . Cette somme consiste en effet soit dans une diminution des coûts de production due à des économies d'échelles, soit trouve sa source dans le comportement monopolistique ou oligopolistique que le

groupe de sociétés pourra adopter sur un, ou plusieurs des marchés sur lesquels il opère . Soit a , la proportion revenant à la société A . Le coût de l'opération qui consiste à lancer une offre publique est estimé à c , et l'on suppose que q , h , a , c sont parfaitement connus de tous .

A lance une O P A sur les actions de B consistant en une offre inconditionnelle d'acheter toute quantité de titres au prix p . Quelles conditions doit satisfaire ce prix p pour que l'opération réussisse si l'on considère que les actionnaires de B ont des anticipations rationnelles concernant l'issue de l'O P A ? (on ne considérera ici que les offres réussissant de façon non ambiguë, c'est à dire de façon certaine quelle que soit l'opinion des actionnaires sur leur issue) . Il est facile de montrer que si la condition $p > q$ est nécessaire elle n'est pas suffisante . En effet pour que les actionnaires acceptent de céder leurs actions, s'ils pensent que l'O P A va réussir (en supposant qu'ils soient suffisamment petits pour qu'ils puissent considérer raisonnablement que leur décision n'affectera pas la réussite de l'opération) on doit avoir $p > q + (1 - a) s$, sans quoi il serait plus avantageux pour chacun des actionnaires de garder leurs titres tout en voyant l'opération réussir ce qui entraînerait son échec . Si un seul offreur se présente il paiera un prix de $p = q + (1 - a) s$, prix auquel tous les titres seront cédés . L'opération aura bien lieu s'il réalise un profit c'est à dire si $q + (1 - a) s + a s - p - c > 0$ soit $a s > c$.

On voit bien que cette condition est assez peu restrictive . Cependant dans certains cas la réussite de l'opération dépendra de la possibilité de faire varier a , c'est à dire de transférer les profits à l'intérieur du groupe après l'opération . La facilité avec laquelle de tels transferts doivent être autorisés dépend bien sûr de la nature de la somme s , selon qu'elle est une rente de monopole ou consiste dans des économies nécessaires à la poursuite de l'activité sur un marché concurrentiel . Néanmoins dans le cas d'une rente de monopole, d'autres mécanismes, plus souples, tels les cartels ou les ententes permettent de réaliser les gains sans avoir à se préoccuper de ces transferts . Il semble en conséquence inutile de chercher à les régler d'une façon trop stricte dans le cadre des O P ce qui ne pourrait que nuire à la réalisation d'offres ne présentant pas les effets indésirables induits par une réduction de la concurrence . La réglementation visant à limiter ces concentrations nuisibles doit se placer dans un cadre beaucoup plus large, transcendant la nature juridique de l'opération en cause .

B - L'O P DISCIPLINAIRE DANS LA LITTÉRATURE

Comme nous l'avons déjà indiqué la fonction disciplinaire

de l'O P , et plus généralement des prises de contrôle joue un rôle assez important dans la littérature économique . Cet aspect du problème n'avait d'ailleurs pas échappé aux initiateurs de la procédure en France (quoique surtout préoccupé à vrai dire des autres motifs possibles) . Ainsi la C A C considère dans l'Année Boursière 1966 que : " la justification économique de cette faculté, donnée à tout intéressé, de contester la gestion et les projets des dirigeants d'une entreprise en offrant de prendre la majorité du capital de la société à des conditions et pour des motifs publiquement exposés ne saurait être niée ... discipline efficace de l'économie libérale, elle introduit dans la vie économique un facteur de compétition qui ne peut qu'inciter les équipes dirigeantes à préserver le dynamisme de leur affaire." (p. 187) . Ce motif semble d'ailleurs faire, dans son principe, l'unanimité des auteurs , même si l'on constate que l'expérience française en matière d' O P A est fort peu riche de ce genre d'opération (voir à ce propos les remarques de Problèmes Economiques (1969) et Harteman Ducousset (1969) -) . Mais c'est autant la réalisation de l'O P et donc le changement de l'équipe dirigeante que la menace de devoir affronter une telle éventualité qui incite à une gestion plus efficace . Nous avons mentionné plus haut (cf : I . C 3) les raisons de nature théorique qui confèrent à ce problème une grande importance . Néanmoins pendant longtemps, si l'on a bien noté tout l'intérêt que pouvait représenter l'offre publique, il semble qu'on ne lui ait pas accordé toute l'attention qu'elle méritait en ne se posant pas la question des conditions qui pouvaient la rendre possible . Pour certains, son existence seule semblait suffire à justifier les modélisations considérant que la firme poursuivait toujours de manière non ambiguë l'objectif que les actionnaires unanimes lui avaient assigné. Toute déviation substantielle semblait rendre profitable la réalisation d'une O P s'accompagnant d'un changement de direction . Au contraire certains auteurs comme J. K. Galbraith , en insistant sur le rôle prédominant de la " technostructure " n'envisagent même pas la possibilité d'un changement de direction et l'affirmation d'un pouvoir des actionnaires au travers de l' O P tant ils considèrent que la cohésion et la spécificité de la technostructure sont nécessaires à un certain type de prospérité dans l'entreprise : " ce qui signifie que pour changer un Conseil d'Administration il faut persuader un grand nombre d'actionnaires d'utiliser leur droit de vote pour soutenir une équipe qui leur est normalement inconnue et à laquelle ils ont a priori peu de raison de faire confiance " (Galbraith (1967) -) . Mais l'importance même du mécanisme allait inciter particulièrement deux auteurs à sortir de cette optique de " tout ou rien " .

Robin Marris dans " The Economic Theory of Managerial Capitalism "

talism " (1964) fait de la prise de contrôle un élément central de son modèle . Reconnaisant aux gestionnaires des objectifs " manageriaux " , il développe toute une théorie de l'évaluation qui incite ceux-ci à choisir des politiques " sûres " plutôt que " dangereuses " au sens où elles sont plus ou moins propices à la réalisation d'une prise de contrôle . Ce faisant cette menace conduit les dirigeants en place à composer dans une certaine mesure avec les intérêts des actionnaires . Ainsi l'évocation de l'O P qui avait servi pendant longtemps d'argument pour réfuter toute possibilité de comportement managerial s'intégrait désormais à un modèle de ce type . De plus Marris souligne que l'O P n'est pas un mécanisme aussi simple qu'il y paraît : " l'O P A n'est pas parfaite puisque vu la publicité faite à l'opération, le prix offert devra être supérieur au cours antérieurement en vigueur sur le marché ; une partie des profits résultant de la prise de contrôle sera alors partagée avec les anciens actionnaires . Souvent en outre l'annonce provoquera l'entrée en lice d'autres prétendants ... " De fait le problème essentiel que nous aborderons dans cette deuxième partie sera de savoir comment le partage des profits se réalisera entre initiateur et actionnaires .

G. H. Manne dans un article désormais célèbre " Mergers and the market for corporate control " (1965) montre comment la prise de contrôle et la crainte d'une telle éventualité influent sur le comportement des gestionnaires et donc sur les résultats de l'entreprise . Manne indique qu'à son sens le contrôle d'une firme est un actif qui a de la valeur , et surtout que son évaluation ne dépend pas entièrement de l'existence d'économies d'échelles potentielles ou de rentes de monopole . Ce faisant, il remettait en cause une grande partie de la législation antitrust américaine . Selon lui il existe un marché actif pour le contrôle des sociétés ce qui est très souhaitable . L'existence de ce marché assure une meilleure concurrence parmi les gestionnaires et donne aux actionnaires minoritaires de grandes garanties sur les objectifs réellement poursuivis par les firmes . Manne justifie cette hypothèse en considérant qu'en dernier ressort ce sont les transactions effectuées par les gestionnaires eux-mêmes (" insiders ") sur les titres de la société qui sont déterminantes, car ce sont eux qui disposent de la meilleure information concernant la marche de la société . Et, toute chose égale par ailleurs, plus le cours des actions est bas plus la prise de contrôle sera aisée et profitable , même si comme il le remarque , l' O P n'est pas exempte de problèmes concernant précisément le partage des profits entre anciens et nouveaux actionnaires . Manne , compte tenu de l'information privilégiée dont bénéficie les gestionnaires, pense d'ailleurs que la fusion pose moins de problèmes que toutes les autres méthodes de prise de contrôle, même si , dans ce cas, il faut égale-

ment partager les profits avec les dirigeants en place .

C - PRESENTATION D'UN MODELE FORMEL DE L'O.P.A. DISCIPLINAIRE

Le premier modèle formel des O P disciplinaires a été, à notre connaissance proposé par S. J. Grossman et O. D. Hart (1980 b) dans leur article "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation" . Après une étude des principales idées directrices et des motivations de cet article, nous exposerons d'une manière simple le modèle et ses principales conclusions avant d'en discuter les résultats . Grossman et Hart partent de l'idée intuitive que la réalisation d'une O P implique un partage des bénéfices entre l'initiateur et les actionnaires . De façon précise, ils montrent que l'argument que nous avons souvent évoqué consistant à dire que l'initiateur réalise un gain en capital en laissant une O P A sur une société mal gérée, est faux . En effet, tout profit réalisé par l'initiateur est un profit que tout actionnaire aurait pu faire s'il n'avait vendu ses actions . Ce comportement traditionnellement qualifié de " free-rider " implique que la réalisation d'une O P est très difficile car ce mécanisme incite les actionnaires à ne jamais céder leurs actions, et qu'ainsi son rôle disciplinaire est largement amoindri . De plus la principale motivation de l'article est de montrer certains effets indésirables de la législation américaine (Williams Act) sur les O P qui contribue à les rendre plus coûteuse . Leur raisonnement est simple dans leur principe : si les O P ont en elles-mêmes peu de chances de réussir , on voit mal pourquoi l'Etat aurait intérêt à accroître cette difficulté alors que le rôle disciplinaire de l'O P entraînant une plus grande efficacité dans l'économie a des effets socialement positifs . Cette perspective permet d'autre part d'expliquer pourquoi, malgré l'existence des O P, certaines entreprises opèrent à des niveaux de profit indiscutablement inférieurs à ceux qu'elle pourrait atteindre (Grossman et Hart citent en particulier le cas des " close end mutual funds " qui sont des sociétés semblables à des SICAV mais dont les titres font l'objet d'une cotation . Le cours de ces titres se situe fréquemment à 20 % en dessous de la valeur liquidative du portefeuille de titres détenu).

La formalisation de ces concepts est aisée . Considérons une firme dont le profit (ici assimilé à la valeur de marché de la firme) est parfaitement déterminé par la donnée des actions qui y sont entreprises. Soit E l'ensemble des actions parmi lesquelles s'opère ce choix . La firme met en oeuvre actuellement l'action $a_0 \in E$ et appelons son

profit $q = f(a_0)$ qui est supposé être parfaitement connu. Un initiateur décide de lancer une O P A qui consiste en une offre inconditionnelle d'achat de toute quantité de titres au prix p .

Conformément à l'argument classique on estime que si l'O P A réussit, l'initiateur gèrera la firme au mieux, c'est à dire qu'il produira un profit $v = \max_{a \in E} f(a) + \epsilon$ où ϵ représente la différence éventuelle de capacité à gérer la firme entre l'initiateur et les anciens gestionnaires. On considère de plus que v est connu des actionnaires, ce qui est une hypothèse assez forte mais très favorable à la réalisation de l'O P A puisqu'ainsi "le manque à gagner" $v - q$ est évident. La réalisation de l'O P entraîne un coût fixe de c supporté par l'initiateur. La dernière hypothèse concerne les actionnaires de la firme visée qui sont supposés être petits et nombreux, de telle sorte qu'il soit raisonnable pour eux de penser que leur décision concernant l'O P n'influera pas sur son résultat final, et avoir des anticipations rationnelles concernant l'issue de l'O P. Pour des raisons de simplicité on considère que l'O P réussit si plus de 50 % des titres sont cédés. De plus on ne retiendra que les O P qui réussissent de façon certaine.

On peut résumer les principales hypothèses faites de la façon suivante :

H 1 : La fonction $f : E \longrightarrow \mathbb{R}$

$$a \longrightarrow f(a)$$

est une fonction déterministe.

H 2 : $q = f(a_0)$ est connu de tous les actionnaires et des participants au marché.

H 3 : $v = \max_{a \in E} f(a) + \epsilon$ est connu de tous les actionnaires et des participants au marché.

H 4 : une O P A consiste en une offre inconditionnelle d'achat au prix p .

H 5 : les actionnaires de la firme sont petits et nombreux.

H 6 : les seules O P A que l'on considère comme réussies sont celles qui réussissent de façon certaine, le critère étant la possession de plus de 50 % des titres.

Par pure commodité on peut ajouter l'hypothèse suivante :

H 7 : si les actionnaires sont indifférents entre céder leurs titres ou les garder, on estime qu'ils les céderont.

Il faut noter que les hypothèses H 1 - H 7 sont très favorables à l'O P A puisque l'on considère un initiateur adoptant un comportement de maximisation des profits, une information parfaite, pas d'incertitude, et la répartition du capital la plus large possible (ce qui semble

de l'avis de tous les auteurs favoriser ce type d'opération ; voir en particulier les arguments de CNME (1973) ou de Loyrette (1971) -).

Dans le cadre de ces hypothèses on peut montrer que l'initiateur échouera dans sa tentative de prendre le contrôle de l'entreprise et donc d'améliorer sa gestion . En effet un actionnaire qui pense que l'O P A va réussir ne cédera pas ses titres si $p < v$, car dans ce cas (compte tenu du fait que sa décision n'influence pas l'issue de l'opération) il a tout intérêt à garder ses titres et à profiter ainsi de l'amélioration apportée par l'initiateur touchant v au lieu p . Donc pour qu'une O P A réussisse , si les actionnaires pensent qu'elle va réussir , il faut que $p \geq v$. Or dans cette situation le profit de l'initiateur $\pi = v - p - c$ est toujours négatif même si q est très faible par rapport à v . Le comportement de free-rider implique donc que les O P A ne peuvent réussir en permettant à l'initiateur de faire un profit ; en conséquence aucune O P ne se produit .

On pourrait se demander pourquoi dans le cadre des hypothèses H 1 - H 7 Grossman et Hart n'envisagent pas la possibilité pour les actionnaires de réaliser eux-mêmes un changement dans la direction de leur entreprise , son inefficacité étant manifeste . Ce comportement coopératif leur permettrait de réaliser collectivement les transformations qui s'imposent . Si de manière formelle, on peut envisager une telle éventualité (même si l'on fait l'hypothèse que le coût serait dans ces conditions largement supérieur à c) il ne semble pas que l'argument soit entièrement pertinent . De fait il impliquerait une unanimité des actionnaires sur les décisions à prendre ce qui , comme on l'a vu , n'est pas sans poser de problèmes hors du cas simple et déterministe qui prévaut ici. Même si cette unanimité était possible (pour un exposé des conditions assez restrictives qui autorise cette hypothèse voir Grossman et Stiglitz (1977)-) une situation telle que celle présentée ici ne pourrait se produire si $v - q > c_a$ où c_a est supposé représenter le coût nécessaire encourru par les actionnaires pour faire passer le profit de q à v . Marris (1964) montre que ce coût est probablement très élevé . Quoiqu'il en soit le résultat conserve tout son intérêt dans le cas où $v - q < c_a$. La différence entre le profit potentiel maximum v et le profit courant q est limité de surcroît par l'existence d'une situation plus ou moins concurrentielle sur les marchés où la firme visée opère . Plus la concurrence est vive, moins un écart important peut être constaté de façon durable . Dès lors il semble raisonnable de limiter son analyse au cas où seule une

société, que l'on suppose mieux informée (surtout s'il s'agit d'un concurrent, d'un fournisseur ou d'un client) qu'un actionnaire individuel et donc plus susceptible d'apporter les modifications nécessaires au moindre coût, lance une O P . Le cas où les actionnaires tenteraient eux-mêmes de réformer la gestion de leur entreprise pourrait être même hautement indésirable du point de vue de la collectivité car entraînant un gaspillage de ressources $c_a - c$.

L'existence de syndicats d'actionnaires pourrait faire croire que ce type de comportement coopératif est plus fréquent que nous ne l'avons indiqué . Cependant la plupart de ceux-ci ne sont que des groupements ad hoc créés lors du déroulement d'une O P et servant principalement de relai à la société initiatrice ou au gestionnaires de la société attaquée pour "fidéliser" les actionnaires par des opérations de relation publique (voir à ce sujet Hartman Ducousset (1969) p.193 et s. sur ces syndicats dans le cas de l'O P B.S.N - St Gobain) .

Un comportement de free-rider aussi radical que celui envisagé dans le paragraphe précédent provient du fait que chaque actionnaire peut espérer toucher une valeur v après l'opération s'il garde son action . Mais si l' O P réussit , l'initiateur détiendra plus de 50 % des actions et donc contrôlera la gestion de la société . Celle-ci sera d'une certaine manière "dominée " par l'initiateur lequel pourra chercher par des moyens que nous allons exposer à empêcher l'actionnaire minoritaire de la firme dominée de toucher v . De nombreux moyens peuvent être employés : octroi de salaire important, vente d'actif à des prix sous-évalués à l'initiateur , manipulation des prix de transfert etc...(sur ce sujet voir les commentaires de Ragazzi 1980) -) . Notons tout de suite que ces moyens ne sont pas toujours légaux et qu'ainsi le législateur a la possibilité d'influer sur ce point . Conscients des effets indésirables de leur comportement de free-rider, une façon pour les actionnaires de tourner ce problème sera d'accepter volontairement, au travers des statuts de la société par exemple, de voir leur droit au profit de l'entreprise diminuer par une de ces méthodes après la réussite d'une O P A . Ce faisant en permettant une telle dilution de leur droit de propriété ils vont permettre à certaines O P A de réussir pénalisant ainsi la mauvaise gestion .

Supposons que les statuts prévoient de façon directe ou in-

directe que cette dilution sera de $\bar{\Phi}$. Dans ce cas les actionnaires cèderont leurs actions s'ils pensent que l'offre va réussir si $p \geq v - \bar{\Phi}$ et s'ils pensent que l'offre ne réussira pas (l'offre est ici inconditionnelle et donc p est payé quoiqu'il arrive) si $p \geq q$. S'il n'y a pas de concurrence entre initiateurs, le prix sera tel que :

$$p = \text{Max} (v - \bar{\Phi}; q) \quad (1)$$

Le profit de l'initiateur sera donc de :

$$\Pi = v - p - c = v - \text{Max} (v - \bar{\Phi}; q) - c = \text{Min} (\bar{\Phi}; v - q) - c$$

qui sera positif si :

$$\bar{\Phi} > c \quad (2)$$

$$\text{et si: } v - q > c \quad (3)$$

La création volontaire par les actionnaires d'une différence d'évaluation entre les minoritaires et le majoritaire après l'opération permettra donc à certaines O P de réussir. Il faut cependant noter que la dilution agit seulement pour faire diminuer le prix offert. En effet si (1) est satisfaite tous les actionnaires cèderont leurs titres d'après H 7 et l'initiateur étant le seul propriétaire de la firme le montant de dilution n'a plus aucune importance. Il peut parfois se produire qu'existe pour une raison exogène une différence dans l'évaluation de la société entre les actionnaires et l'initiateur. Cette différence n'est cependant que purement fortuite et dans la plupart des cas il est profitable pour les actionnaires de créer volontairement cette différence en autorisant une dilution $\bar{\Phi}$.

Cette modélisation relativement simple permet également de mieux comprendre comment la menace d'une O P A influe sur le comportement des gestionnaires en place. Situons nous au moment où s'effectue le choix de l'action a_0 , en faisant l'hypothèse qu'il n'y a qu'un seul gestionnaire. A ce moment il connaît de par les statuts de la société le montant $\bar{\Phi}$ de dilution autorisé ainsi que la fonction de profit f . Cependant il ne peut connaître qu'elle sera l'identité d'un éventuel initiateur et il semble raisonnable de traiter ϵ (et donc v) et c comme des variables aléatoires, notées $\tilde{\epsilon}$, \tilde{v} et \tilde{c} dont les lois sont supposées connues (comme nous le verrons le montant c comprend dans la pratique certains coûts liés à la recherche d'information dont le montant dépend étroitement de l'identité, encore inconnue de l'initiateur). On suppose que les préférences du gestionnaire peuvent se résumer de la donnée d'une fonction d'utilité indirecte : $U(q)$ où q est le profit de la firme, et que U est continue en q . Nous pouvons normer cette fonction de telle sorte

que l'utilité du gestionnaire si une O P A réussit et donc s'il est renvoyé soit fixée à 0. Son utilité sera donc de 0 si les réalisations de \tilde{v} et \tilde{c} sont telles que $\text{Min}(\bar{\Phi}; \tilde{v} - q) > c$ (survenance d'une O P A) et de $U(q)$ sinon. Son espérance d'utilité au moment où il choisit a_0 est donc :

$$E(U(q)) = U(q) \cdot \text{Proba}(\text{Min}(\bar{\Phi}; \tilde{v} - q) - \tilde{c} \leq 0)$$

Il va donc choisir une action a^* telle que :

$$E(U(f(a^*))) = \max_{a \in E} [U(f(a)) \cdot \text{Proba}(\text{Min}(\bar{\Phi}; \tilde{v} - f(a)) - \tilde{c} \leq 0)]$$

Or $\bar{\Phi}$ étant fixé $\text{Proba}[\text{Min}(\bar{\Phi}; \tilde{v} - q) - \tilde{c} \leq 0]$ ne peut décroître lorsque q augmente. Donc, si comme on peut le supposer $\frac{\partial U}{\partial q} < 0$ le gestionnaire devra arbitrer entre une probabilité élevée d'O P A et une action à forte utilité ou une faible probabilité d'O P A et une faible utilité associée.

A partir de cette analyse Grossman et Hart étudient le choix d'un niveau de dilution $\bar{\Phi}$ optimal à la fois pour les actionnaires et pour la collectivité (en faisant l'hypothèse que la fonction U est connue). L'hypothèse d'une absence de concurrence entre initiateurs implique une divergence entre ces deux choix. En effet, si dans le cas d'une absence d'O P A, les évaluations sont concordantes (on se place dans une situation de concurrence pure et parfaite et ainsi la contribution au "bien-être" social de la firme peut être mesuré par son profit) dans le cas d'une O P A les actionnaires cherchent à maximiser :

$$E(\text{Max}(\tilde{v} - \bar{\Phi}; q) / \text{Min}(\bar{\Phi}; \tilde{v} - q) > \tilde{c})$$

c'est à dire l'espérance du prix offert sachant que l'initiateur fait un profit alors que la collectivité maximise :

$$E(\tilde{v} - \tilde{c} / \text{Min}(\bar{\Phi}; \tilde{v} - q) > \tilde{c})$$

c'est à dire le nouveau profit de l'entreprise moins les dépenses engagées, les effets redistributifs étant ignorés. S'il y avait une concurrence entre les initiateurs, le prix offert aux actionnaires tendrait lui aussi vers $v - c$ et la divergence disparaîtrait. Nous renvoyons le lecteur à Grossman et Hart (1980 b) pour montrer que l'hypothèse de non-concurrence est la plus plausible et également la plus souhaitable. Leur conclusion est que la collectivité souhaite toujours une plus grande dilution que les actionnaires et que, si elle devait agir, elle aurait intérêt à le faire dans le sens d'une facilitation des O P A en autorisant une dilution importante. Une façon intuitive de comprendre cette conclusion consiste à considérer quels sont les effets d'une variation de $\bar{\Phi}$.

Une augmentation de $\bar{\Phi}$ modifie le profit courant de l'entreprise (Grossman et Hart prouvent que cette modification se fait dans un sens positif), augmente la probabilité d'une O P A: $\text{Proba} (\text{Min} (\bar{\Phi}; \tilde{v} - q) - \tilde{c} > 0)$ et réduit le prix payé pour chaque O P A: $\text{Max} (\tilde{v} - \bar{\Phi}; q)$. Or cette dernière conséquence qui est la seule néfaste, ne joue que pour les actionnaires la collectivité ignorant les effets redistributifs entre actionnaires et initiateur.

Grossman et Hart (1980 c) prouvent le même type de résultat lorsque l'information n'est pas parfaite et est asymétrique, insistant particulièrement sur le rôle de signal informatif que consiste le lancement d'une O P A (dans ce cas on sait que l'initiateur a une espérance de profit positive) et la prise en compte de cette information par les actionnaires. Ce second modèle fournit une explication des réévaluations des entreprises que l'on constate empiriquement après une O P A qui a échoué (résultat issu de l'analyse empirique de Dodd Ruback (1977)). Il est important de noter que le caractère imparfait de l'information ne modifie pas la nature du comportement de free-rider. En particulier la nécessité d'une dilution des droits de propriété des minoritaires est toujours aussi importante et le niveau souhaitable de $\bar{\Phi}$ pour la collectivité reste supérieur à celui souhaité par les actionnaires.

Cette modélisation nous apparaît très féconde, d'autant plus qu'elle a une contrepartie intuitive assez grande. Elle permet notamment de mettre en relief la complexité des comportements à propos d'une offre somme toute simple dans son principe. Nous pouvons résumer les principaux résultats présentés :

- la réalisation d'une O P A "disciplinaire" suppose, en raison du comportement de free-rider adopté par les actionnaires de la société visée, l'existence d'un mécanisme excluant les minoritaires d'une partie des bénéfices tirés de l'opération.

- réalisant ce phénomène, les actionnaires seront enclins à créer volontairement ce mécanisme qui leur permet d'augmenter leur espérance de profit. Les gestionnaires de l'entreprise modifieront leur comportement en conséquence.

- s'il n'y a pas de concurrence entre offreurs, les actionnaires

res auront tendance à limiter la portée de l'exclusion plus que ce qu'il serait souhaitable pour la collectivité .

Dans la suite de cette partie nous nous employons à analyser la robustesse de ces résultats en relâchant certaines des hypothèses faites par Grossman et Hart . Nous nous intéresserons plus particulièrement au cas de l'offre publique d'échange et de la conditionnalité des offres .

D - LE CAS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE

L'offre publique d'échange diffère de l'offre publique d'achat en ce que le paiement consiste dans la remise de titres au lieu de liquidités. En particulier, si le paiement consiste en des actions de la société initiatrice la différence avec l'O P A semble assez grande car en échangeant ses titres, l'actionnaire de la société visée peut espérer profiter en même temps que l'initiateur des améliorations apportées . De plus l'O P E est décrite dans la littérature comme étant plus facile de réalisation , l'initiateur n'ayant pas à se procurer les fonds nécessaires à la conduite d'une O P A et la composition du patrimoine des actionnaires entre titres et liquidités n'étant pas affectée . Dans un cadre d'hypothèses assez simple nous montrons dans ce paragraphe qu'il n'existe pas de différence de nature fondamentale entre l'O P A et l'O P E et que le problème engendré par l'adoption par un comportement de free-rider se pose avec la même acuité . L'analyse sera conduite , de même que dans le précédent paragraphe, dans un cadre statique sans incertitude avec information parfaite , mais les résultats sont susceptibles d'une extension identique à celle mentionnée plus haut au cas d'information imparfaite .

Nous considérons que la société visée A a un capital divisé en N actions , par commodité d'exposition chaque actionnaire détiendra une seule action . N étant supposé grand, les actionnaires sont fondés à croire que leur décision n'influera pas sur l'issue de l'O P E . Avant le lancement de l'opération, le profit par action (ou la valeur de marché de l'action) est de q , quantité déterministe connue de tous . La firme initiatrice B réalise elle, un profit de z par action . Pour ne pas alourdir les notations on suppose qu'un seul actionnaire déteint les P actions de la société B , z est supposé parfaitement connu de tous .

B décide de lancer une O P E sur les actions de A à raison de k actions nouvelles de B qui seront créées pour la circonstance contre une action A (dans un cadre aussi simplifié on suppose que k peut être inférieur à 1) . k est le taux (ou rapport ou ratio) d'échange de l'O P E . B accepte l'échange inconditionnel de toute quantité de titres proposée. En échangeant leurs titres les actionnaires de A seront donc en mesure de profiter des améliorations apportées dans la gestion de A par l'initiateur . Comme précédemment cette amélioration se résume au passage d'un profit par action q à un profit v , pourvu que B détienne plus de 50 % des actions de A .

Dans ce cas, contrairement à celui de l'O P A, la rémunération des actionnaires de A dépend du nombre d'actionnaires qui répondront favorablement à la proposition de B . Soit x ce nombre . Si $x \geq 1/2 N$ le profit par action de B sera :

$$\frac{Pz + xv - c}{P + kx}$$

en effet le nombre total d'actions de B après l'opération sera $P + kx$, le nouveau profit de B étant la somme de l'ancien profit moins les coûts fixes de lancement de l'O P E (qui comprennent aussi les frais d'augmentation du capital) plus la fraction des profits de A revenant à B c'est à dire ici xv . De même si $x < 1/2 N$ le profit par action de B sera :

$$\frac{Pz + xq - c}{P + kx}$$

S'il n'existe pas de mécanisme permettant l'exclusion de minoritaires, il est facile de montrer qu'il n'existe pas de taux d'échange permettant la réalisation de l'O P E , et que celle-ci ne présente pas de différence de nature avec l'O P A .

En effet si un actionnaire pense que x actionnaires vont échanger et $x \geq 1/2 N$ il échangera si :

$$k \left[\frac{Pz + (x+1)v - c}{P + k(x+1)} \right] \geq v \quad (4)$$

De même si $x < 1/2 N$ l'échange aura lieu si :

$$k \left[\frac{Pz + (x+1)q - c}{P + k(x+1)} \right] \geq q \quad (5)$$

Donc si (4) est vérifié $\forall x \geq 1/2 N$ et si (5) est vérifié $\forall x < 1/2 N$ l'O P E réussira . Or, pourvu que $Pz - c > 0$ ce qui est une condition peu contraignante , si $k \geq \frac{Pv}{Pz - c}$, (4) sera vérifié $\forall x \geq 1/2 N$ et

si $k \geq \frac{Pq}{Pz - c}$, (5) sera vérifié $\forall x < 1/2 N$. On peut donc résumer (4)

et (5) par $k \geq Pv / (Pz - c)$ et s'il n'y a pas de concurrence entre initiateurs le taux d'échange minimal $k = Pv / (Pz - c)$ assurera l'échange de l'intégralité des actions de A. Cependant à ce taux l'initiateur possède après l'opération :

$$\frac{P}{P + \frac{Pv}{Pz - c} N} (Pz + Nv - c) \quad (6)$$

Pour que l'O P E ait lieu il faut que (6) $> Pz$ c'est à dire que l'initiateur fasse un profit. On a (6) $> Pz$ pour $c > Pz + Nv$, or on doit avoir d'autre part $Pz - c > 0$. Il n'est donc pas possible de trouver un taux permettant à la fois d'assurer la réussite de l'O P E et la réalisation d'un profit pour l'initiateur.

Si l'on admet la possibilité d'un montant Φ de dilution par action l'O P redevient possible comme dans le cas précédent (si les firmes font du profit et si $Pz - c > 0$) avec un taux d'échange :

$$k = \text{Max} \left[\frac{qP}{Pz - c} ; \frac{P(v - \Phi)}{Pz + N\Phi - c} \right]$$

pourvu que :

$$v - q > \frac{c(Nv + Pz - c)}{N Pz} \quad \text{et} \quad N\Phi > c.$$

Cependant à la suite de l'opération un des objectifs concevable de l'initiateur peut être également de faire un profit tout en ne perdant pas le contrôle de sa société. On peut donc imposer la condition supplémentaire $k N < P$ qui se résume après transformation par :

$$Pz > \text{Max} (qN + c ; Nv + c - 2 N\Phi) .$$

La réalisation d'une O P E disciplinaire implique donc que la société initiatrice soit plus importante que la société visée.

Notons cependant que l'hypothèse que nous avons faite d'un montant de dilution fixe par action minoritaire, si elle facilite les calculs, est assez peu réaliste. Il semble plus raisonnable de considérer que la dilution est un montant fixe pour la société une fois qu'elle est sous le contrôle de l'initiateur (rappelons qu'un des moyens les plus courants et les plus efficaces d'opérer cette exclusion consiste en une sous-évaluation des actifs de la société lors d'une cession à la société initiatrice ou d'une fusion). Nous laissons au lecteur le soin de vérifier que l'adoption de cette hypothèse ne modifie en rien la nature des comportements.

E - LES OFFRES CONDITIONNELLES

Toutes les analyses présentées précédemment ne prennent en compte que des contrats inconditionnels c'est à dire que l'initiateur s'engageait à acheter ou à échanger toutes les actions qui lui seraient présentées quelles que soit leur nombre . Dans la pratique, on constate que la plupart des offres sont conditionnelles , l'initiateur renonçant purement et simplement à réaliser l'opération si , à l'issue de la période stipulée , un nombre minimal de titres n'est pas présenté . On comprend bien que , dans le cas d'une O P, l'initiateur puisse ne pas être intéressé par l'acquisition d'une fraction du capital ne lui permettant pas de réaliser les changements qu'il souhaite dans la gestion de la société visée, à un prix tenant compte de ce changement . De plus, en modifiant ainsi son comportement en fonction de celui des actionnaires, l'initiateur peut penser que ceux-ci prendront conscience de leur interdépendance et qu'ils n'adopteront plus un comportement de free-rider aussi sévère . C'est notamment l'opinion de Manne(1965) pour qui une offre conditionnelle permet d'éviter que les actionnaires ne cherchent à garder leurs titres tout en voyant l'opération réussir . Cet argument ne semble que partiellement exact . En effet si le capital de la société visée est très dispersé, l'utilisation d'un contrat conditionnel ne semble pas éliminer toute velléité de se comporter en free-rider . Considérons une quantité minimale de titres demandés légèrement supérieur à la moitié du capital . Si l'actionnaire pense que l'offre va échouer, il est indifférent entre céder ou ne pas céder et il touchera q . Par contre, s'il pense que l'offre réussira il a comme prédominamment tout intérêt à garder son titre et à laisser l'opération se faire sans lui à moins que p ne soit supérieur à v auquel cas l'initiateur fait une perte . De fait tant que l'actionnaire pense qu'il a une chance de rester en dehors de l'opération, celle-ci réussissant tout de même, rien ne semble fondamentalement modifié par rapport au cas de l'offre inconditionnelle . A mesure que le nombre de titres demandés se rapproche de la totalité du capital il devient de plus en plus difficile de penser de pouvoir rester à l'extérieur de l'opération . A la limite si tous les titres sont demandés, c'est à dire si la moindre défection entraîne l'échec de l'opération et le maintien du profit q , il devient profitable à première vue de céder quoiqu'il arrive dès lors que $p > q$. Cependant dans un tel cas chacun des actionnaires détient un pouvoir considérable qu'il peut essayer de faire jouer en tentant de rester le dernier " non-vendeur " et ainsi d'obtenir en plus du prix p une part supplémentaire des profits ,

menaçant dans le cas contraire de faire échouer toute l'opération . Dans la pratique ce type de contrat conditionnel demandant la quasi totalité des titres se heurte , de plus, à des difficultés considérables . Il existe en effet une fraction du capital toujours " indisponible " ce qui peut être dû à des raisons diverses comme par exemple : l'absence du propriétaire des titres, l'existence d'un litige sur les titres, leur propriété indivise etc ...Or cette fraction bien que le plus souvent marginale n'est jamais connue avec précision avant le lancement de l'O P ce qui rend la tâche de l'initiateur encore plus ardue .

Cette analyse des contrats conditionnels reste très partielle et en particulier les comportements sont certainement plus complexes lorsque le capital est moins dispersé . Cependant il nous semble que l'utilisation de ce type de contrat dans la pratique soit principalement dû au fait que la plupart des initiateurs ne désire pas acquérir une fraction minoritaire du capital si l'offre venait à échouer .

En Grande-Bretagne l'initiateur dispose d'une faculté supplémentaire (voir pour une analyse juridique détaillée du contrat: Malan (1969) ou Loyrette (1971) chap. 2) . Si les actionnaires répondent favorablement à 90 % à son offre , il a la possibilité de racheter "de force" les 10 % restant au prix de l'O P , les actionnaires minoritaires ayant en contre partie le droit de se faire acheter leurs titres toujours à ce même prix . Si l'offre est de plus conditionnelle à 90 % il semble que ce genre de contrat permette d'éviter d'avoir recours à une exclusion afin de prévenir le comportement de free-rider . En effet si un actionnaire pense que moins de 90 % des actions seront présentées il est indifférent entre les céder ou pas . Par contre dans le cas contraire il ne peut pas espérer garder ses titres et profiter du passage de q à v et donc les cédera si $p > q$; l'offre a de grandes chances de réussir dans ce cas . Ici l'exclusion ne prend pas la forme d'une somme d'argent revenant à l'initiateur mais d'une expropriation .

F - L'ANALYSE EMPIRIQUE DES MOTIFS D'O P

Comme nous l'avons déjà remarqué, l'existence d'une O P à un prix supérieur au cours du marché implique d'une façon non ambiguë qu'une différence dans l'évaluation de l'entreprise existe entre les actionnaires anciens et l'initiateur . Cette différence d'évaluation peut trouver sa

source dans des effets de synergie, l'acquisition d'un pouvoir de monopole ou dans les transformations que l'éventuelle acquisition de la majorité des actions permettrait d'apporter à la gestion, tant du point de vue de son orientation que des informations possédées par l'initiateur. Dans tous ces cas l'actionnaire est en mesure d'adopter un comportement de free-rider et du moins tentera de s'approprier la plus grande partie possible des profits générés par l'opération comme il ressort des paragraphes A et C. Cependant la conception française de l'O P A ne semble faire que peu de place à ce phénomène. Certes, la C. O. B reconnaît, à propos des cessions de blocs de titres et de la procédure de maintien des cours qui s'en suit que " si le contrôle est pris par une société dynamique et qu'ils (les actionnaires) espèrent une valorisation de leurs titres dans l'avenir, les minoritaires auront intérêt à les conserver pour rester dans l'orbite du nouveau groupe ." (Rapport au Président de la République 1976 p. 97). Cependant la plupart des auteurs français (voir notamment Ait Abdallah (1972) troisième partie) considèrent comme "illogique" car vouée à l'échec la tentative de vouloir profiter des améliorations apportées à l'entreprise par l'initiateur ; le faible nombre d'OP en France interdit d'envisager d'étayer solidement cette proposition de façon empirique. Il semble qu'elle soit surtout motivée par la situation assez particulière de ce marché financier. En effet à la suite d'une OPA positive la liquidité des titres détenus par les minoritaires free-rider se trouve la plupart du temps compromise, ce qui pourrait les entraîner à réviser leur comportement. S'ils pensent que l'O P va réussir, garder leurs titres leur apportera certainement une valeur inférieure, parfois de beaucoup, à v si la liquidité de ce patrimoine est fortement diminuée. Cela créerait ainsi un biais systématique très favorable à la réalisation des O P.

Les études empiriques sur le marché américain, et en particulier celles de Dodd Ruback (1977), viennent au contraire conforter le type d'analyses telles celles décrites au paragraphe C. Sur ce marché le nombre d'O P est beaucoup plus important et surtout le marché de chaque action plus large. Dodd et Ruback concluent de leur étude du rendement des titres des sociétés initiatrices et visées que la principale motivation des initiateurs consiste en des gains potentiels tirés d'une meilleure gestion. Les titres de la société visée réagissent sensiblement à l'annonce de l'O P quelle que soit l'issue de celle-ci (l'augmentation permanente de valeur est en moyenne de 25 % dans le cas d'une offre positive et de plus de 15 % dans le cas d'une offre qui échoue. Dodd et Ruback

(1977) table 3 p. 368) . L'augmentation de valeur constatée en cas d'échec est incompatible avec les motifs de synergie et de pouvoir de monopole . Au contraire les motifs d'efficience interne permettent d'expliquer ces résultats : le fait que l'initiateur ait lancé une O P indique qu'il espérait faire un profit s'il avait pu éliminer les sources d'inefficacité ce qui ne peut avoir qu'un effet positif sur les titres de la société . Si dans les modèles présentés plus haut , l' O P n'échouait jamais , il est aisé de les modifier de façon à ce que certaines offres n'aboutissent pas en relachant l'hypothèse que v est connu de tous les actionnaires ou en admettant que ceux-ci aient des anticipations hétérogènes sur cette valeur . Dans cette situation il se produira des offres où le prix proposé par l'initiateur sera trop bas pour obtenir la majorité des titres .

A la lumière des indications fournies par cette partie , nous tenterons dans la dernière partie d'analyser la situation française en ce qui concerne la réglementation des O P .

- III - LA REGLEMENTATION DES O . P : UN ESSAI D'ANALYSE

Le but de cette dernière partie n'est pas à proprement parler de tirer des conclusions normatives quant à la législation sur les offres publiques , mais plus modestement d'essayer, dans une optique d'aide à la décision assez fruste , d'isoler un certain nombre de variables de contrôle à la disposition des pouvoirs publics et d'apprécier qualitativement leur impact économique . En effet les O P répondent à des motivations diverses et doivent être régies par un minimum de dispositions communes ce qui rend une analyse normative particulièrement ardue . De même nous n'exposerons pas dans le détail la réglementation française actuelle , nous contentant de déterminer quel usage a été fait des variables de contrôle mises à jour . Pour un exposé détaillé des textes nous renvoyons le lecteur à des ouvrages spécialisés comme C.O.B (1978) , Joly (1979) ou Lamy (1981) . Cette analyse qualitative s'appuiera sur quelques exemples concrets . Nous n'avons cependant pu mener à bien aucune étude véritablement clinique, tant le secret est de règle en ce qui concerne ces opérations même de nombreuses années après leur réalisation . Ceci

explique que nous n'avons travaillé que sur des informations publiques se résumant principalement aux dossiers de presse réunis par la C O B et la C A C et aux notes d'information visées par la C O B . La possibilité de mener à bien de telles études constituerait certainement une grande avancée dans la compréhension du phénomène . Seule une étude pratique peut mettre à jour la diversité pressentie des acteurs intervenants dans le processus, et notamment le rôle des banques et des établissements financiers qui semble assez important , l'état asymétrique de leur information , les objectifs qu'ils poursuivent réellement, l'enjeu des négociations qui ne manquent de se produire etc ... Bien que cette lacune soit de taille, les modèles présentés précédemment nous permettent tout de même de mettre à jour certains points qui nous paraissent importants . Après une brève présentation descriptive des O P en France , nous aborderons l'aspect réglementaire du problème .

A - LES OFFRES PUBLIQUES EN FRANCE

Comme nous l'avons déjà mentionné le mécanisme est de codification assez récente en France puisqu'il date de 1966 . Au vu des chiffres il semble que le principal lieu commun concernant les offres publiques soit particulièrement fondé : les O P sont peu nombreuses . Nous reproduisons à la page suivante les statistiques officielles établies par la C A C (extrait de l'Année Boursière 1980 p. 10) couvrant la période 1966-1980 . Durant cette période cinq O P A et quatre O P E ont eu lieu chaque année en moyenne sur le marché officiel de Paris et respectivement 14 et 6 pour l'ensemble des marchés français (Paris et Province, marchés officiels et Hors Cote) Ces chiffres moyens comprennent il est vrai, la période de " démarrage " en 1966-1967 , mais depuis le nombre d'offres reste relativement stable à un niveau bas . La répartition assez concentrée du capital de la plupart des sociétés françaises fait que la majorité des prises de contrôle s'effectue au travers de cessions de blocs de titres . La liste complète des opérations est publiée annuellement à la fois par la C O B (rapport au Président de la République) et par la C A C (Année Boursière) . Il convient d'insister sur le caractère assez imparfait de l'information fournie : l'appréciation de la réussite ou de l'échec de l' O P tient uniquement compte du nombre de titres présentés en réponse et aucunement de ceux obtenus sur le marché ou par le biais de cessions de blocs ultérieurs . Pour une étude descriptive assez détaillée mais ancienne des O P en France nous renvoyons le lecteur à

O . P . A - O . P . E et C E S S I O N D E B L O C S D E T I T R E S

BOURSE .
(nature des opérations)

P A R I S

	<u>Nb Total d'opérations</u>			<u>Marchés officiels</u>			<u>Marchés Hors cote</u>		
	1980	1979	66 à 78	1980	1979	66 à 78	1980	1979	66 à 78
O . P . A	3	10	84	3	7	64	-	3	20
O . P . E	2	-	61	2	-	59	-	-	2
O P A simplifiées	2	1	50	1	1	3	1	-	47
O P E simplifiées	1	-	3	1	-	1	-	-	2
Blocs de titres	18	16	93	7	6	38	11	10	55
A Total des O P	8	11	198	7	8	127	1	3	71
B Total	26	27	291	14	14	165	12	13	126
O . P . A	3	1	29	3	1	22	-	-	7
O . P . E	3	1	10	3	-	10	-	1	-
O P A simplifiées	1	-	26	1	-	5	-	-	21
O P E simplifiées	1	-	11	1	-	1	-	-	10
Blocs de titres	15	9	66	12	4	26	3	5	40
C Total des O P	8	2	76	8	1	38	-	1	38
D Total	23	11	142	20	5	64	3	6	78
A + C	16	13	274	17	9	165	1	4	93
B + D	49	40	433	34	19	229	15	19	204

P R O V I N C E

(source Année Boursière 1980 p.10)

Latreyte (1976) p.232 et s. Il convient d'insister en dernier lieu sur un point assez remarquable : le faible nombre d'échecs des O P en France . Même en prenant pour référence les statistiques de la C A C qui modifient artificiellement le nombre d'échec (ainsi l' O P de la Société Navale Chargeurs Delmas Vieljeux sur les actions de la Compagnie de Navigation mixte en 1977 apparaît comme positive alors que 31 titres sur 1 882 661 ont été cédés .) complétées par d'autres informations, les O P ont dans leur grande majorité une suite positive , même si l'on garde particulièrement en mémoire le cas d'échecs retentissants comme les " affaires " B S N - St Gobain ou Cie de Navigation Mixte - Delmas Vieljeux par exemple . Il faut remarquer que ce faible nombre s'explique , ou semble s'expliquer par le fait que la plupart des O P reçoit l'agrément du Conseil d'Administration (qui le plus souvent a tendance à se confondre avec les gestionnaires) des sociétés visées . (à ce propos voir Latreyte (1976) ou les Commentaires annuels de l'Année Boursière sur les O P).

B - REGLEMENTATION DES O . P ET PROTECTION DES ACTIONNAIRES

De l'avis de la plupart des professionnels de la Bourse le mécanisme de l' O P est dans son principe une bonne chose . Négligeant par là-même les éventuels effets néfastes dus à une réduction de la concurrence sur certain marché , les O P ont vu le jour en France dans un élan unanime des pouvoirs publics , des industriels et des intermédiaires financiers en faveur de la concentration des entreprises . De fait il semblait que plus on mettait de moyens à la disposition des firmes pour se regrouper plus la situation de l'économie française devait s'améliorer . De plus les motifs d'ordre purement disciplinaire quoiqu' apparaissant le plus souvent pour marginaux, venaient renforcer l'"image de marque" de l' O P . Enfin, et ceci n'est pas sans importance quand on sait le mode de rémunération des intermédiaires boursiers, l' O P avait par son caractère spectaculaire aux dires des agents de change et des banquiers la faculté d'animer le marché dans son ensemble et même d'y attirer de nouveaux épargnants. A ce titre d'ailleurs l' O P se devait d'être spectaculaire sans toutefois l'être trop car comme le déclarait le Président de la Compagnie Financière de Paris et des Pays-Bas en 1970 : " ... l'effet psychologique que produit le spectacle de ces luttes d'intérêts sur la fraction la plus anti-capitaliste de l'opinion est mauvaise dans ce pays ... Je suis favorable à l' O P si elle se présente comme la suite d'un accord

entre Conseils d'Administration et comme le moyen de le faire largement approuver par l'ensemble des porteurs de titres ". Cette conception de l'O P ignorant les motifs disciplinaires, et négligeant la spécificité de l'opération qui consiste justement à permettre de passer au-dessus des conseils d'administration et des gestionnaires en s'adressant directement aux propriétaires allait conduire la réglementation à se préoccuper de façon essentielle de la protection de l'actionnaire . Cette position qui semble d'ailleurs toujours être des autorités chargées de surveiller le marché (voir les commentaires annuels contenus dans les rapports au Président de la République de la C O B et l'Année Boursière de la C A C) peut paraître paradoxale . Il pourrait sembler que seuls les motifs tenant à l'acquisition d'un pouvoir de monopole sont condamnables et que de toutes façons on voit mal comment l'actionnaire pourrait être lésé par un tel contrat . Cependant une telle législation ne pouvait pas ne pas se préoccuper des effets redistributifs induits par l' O P entre l'initiateur et les actionnaires . Ainsi la volonté de protéger l'actionnaire peut se concevoir moins comme le souci d'éviter une éventuelle lésion que comme l'assurance donnée à la catégorie sociale des épargnants de recevoir un revenu jugé correct et équitable par l' Etat . De là, naît la notion de " juste prix" à payer pour les titres faisant l'objet d'une O P , protégeant ainsi " les intérêts des actionnaires de la société concernée ...contre d'éventuelles manoeuvres abusivement spéculatives " (Année Boursière 1966 p.187). Nous ne discuterons pas ici du caractère plus ou moins souhaitable d'une telle conception de l' O P et de la réglementation induite, d'autres mécanismes étant à la disposition de l'Etat pour effectuer les transferts de revenu qu'il désire . Nous nous préoccuperons dans la suite de cette partie de l'effet des mesures de protection sur la survenance des O P . Remarquons simplement que la rationalité supposée par les modèles présentés plus haut qui indiquent que le prix proposé ne peut en tout état de cause être inférieur au cours coté, est particulièrement simple, et que même si l'information est asymétrique les actionnaires ne peuvent que profiter, en moyenne , de la survenance d' O P (voir Grossman et Hart 1980 c) alors même que dans ce cas la différence d'évaluation entre les actionnaires et l'initiateur peut parfois n'être due qu'à une différence d'information .

C - LES VARIABLES DE CONTROLE SUR L'OFFRE PUBLIQUE

Les pouvoirs publics peuvent agir sur la survenance des O P de diverses

façons mais l'impact de certaines variables n'est pas toujours facile à déterminer compte tenu des raisons variées qui peuvent motiver de telles opérations . Ces variables peuvent soit venir influencer sur le déroulement même de l' O P soit sur les rapports entre actionnaires minoritaires et majoritaires au sein d'une entreprise .

1 - Le déroulement de l'offre publique

La réglementation des O P ne se préoccupe traditionnellement que de ce point , laissant l'autre au champ plus vaste du droit des sociétés . Les pouvoirs publics ont la possibilité d'intervenir efficacement au travers des délais de réalisation de l' O P, de son coût, des informations devant être diffusées et de l'organisation de la concurrence sur ce marché du contrôle des entreprises .

a) Les délais de réalisation . Les modélisations présentées plus haut faisaient toutes l'hypothèse implicite que la réalisation des O P était instantanée . La variable délai est cependant d'une grande importance dans la pratique . Plus le délai est important plus les coûts supportés par l'initiateur risquent d'être élevés (les gestionnaires de l' entreprise visée peuvent par exemple entreprendre " de se défendre ") et plus la concurrence entre initiateurs risque d'être vive . Cette concurrence peut contribuer à une meilleure information des actionnaires et à une évaluation du prix payé , mais ce faisant elle réduit considérablement la rentabilité ex ante de la recherche de l'information par l'initiateur et peut par conséquent entraîner une diminution de la fréquence des O P . Il nous semble donc que la réduction des délais accordés pour répondre à l' O P est un objectif souhaitable pour le gouvernement, les moyens de communication actuels permettant de joindre dans de brefs délais tous les propriétaires . Il faut noter à ce propos que la mise "au nominatif" des actions des sociétés anonymes cotées permettrait une information des actionnaires dans des délais plus brefs qu'avec la technique des titres au porteur qui semble cependant conserver la faveur de la plupart des épargnants pour des raisons d'anonymat et de facilité de transfert .

Aux Etats-Unis les délais minima imposés pour la réalisation d'une O P se traduisent souvent comme le remarque Van Horne (1973) par la réalisation, ou du moins l'annonce d'une fusion entre la société visée et une société " amie " empêchant la réalisation de l' O P , ou l'annonce d'une contre O P réalisée à un prix légèrement supérieur à la première offre (ce contrat est assorti le plus souvent d'un accord occulte garantissant le maintien ou la promotion des gestionnaires en place, après que

ceux-ci aient fourni gratuitement au nouvel offreur les informations , particulièrement fiables, qu'ils détenaient sur le fonctionnement de l'entreprise).

b) Le coût de O.P. On comprend aisément que par le plus ou moins grand nombre de formalités à accomplir, ou de garanties à présenter l'Etat puisse influencer sensiblement sur le coût des O P . Grossman et Hart (1980 b) considèrent que celui-ci peut être décomposé en plusieurs parties :

- le coût de la collecte d'informations préalablement à l' O P qui au moment de sa survenance est déjà engagée;
- le coût lié au financement de l' O P ;
- les coûts liés à sa réalisation matérielle;
- les coûts liés à la réorganisation de la firme si l' O P est positive.

L'Etat peut principalement agir sur le coût lié à la réalisation matérielle de l' O P et ceci de deux façons . En augmentant ceux-ci en moyenne il diminue le nombre des O P de façon évidente ; mais de plus en rendant (par le biais de procès possibles, de compléments d'information éventuels etc...) le coût moins facile à déterminer, il peut également modifier les comportements . Plus les coûts sont variables plus les actionnaires dans le cas d'une OP disciplinaire devront porter attention au volume de dilution qui leur semble souhaitable (Grossman et Hart (1980 b) trouvent d'importantes différences dans la détermination d'un Φ optimal entre le cas où c est déterministe et stochastique) et plus le nombre d' O P émanant d'initiateurs possédant une aversion pour le risque sera réduite.

c) L'information diffusée. Une des caractéristiques relevée par la plupart des auteurs est que l' O P permet aux actionnaires d'être mieux informés sur leur société . Ce point est particulièrement important, même si la diffusion de l'information peut se faire à un coût à peu près nul, et influence considérablement la procédure de l' O P de différentes façons.

Certains pays comme les U.S.A obligent tout acquéreur de plus de 5 % du capital d'une entreprise à dévoiler ses véritables intentions . Le faculté de pouvoir acheter des titres sur le marché sans être obligé de diffuser cette information facilite de façon incontestable la réalisation des O P en réduisant l'importance du comportement de free-rider . Ainsi en reprenant les notations de la partie précédente, on peut montrer que si un initiateur détient une proportion: a du capital de la société visée au moment où il lance l' O P , celle-ci , même en l'absence de dilution peut être profitable si: $a > c / (v - q)$

De plus les informations qui devront être diffusées par l'ini-

tiateur concernant les transformations qu'il compte apporter et les profits qui peuvent en résulter, viennent exacerber la concurrence entre offreurs et donnent aux actionnaires par le biais d'une meilleure évaluation de la valeur potentielle de leurs actions une incitation supplémentaire à adopter un comportement de free-rider. Grossman et Hart (1980 d) ont proposé une modélisation des lois obligeant les initiateurs américains à dévoiler leurs intentions comme réduisant le montant de dilution possible et donc le nombre d' O P .

L'information des actionnaires présente cependant des avantages qu'il convient d'arbitrer contre la diminution probable du nombre des O P . Ce choix semble plus particulièrement politique, parce que concerné notamment par la répartition des revenus entre les différents acteurs; il semble cependant que l'opinion assez répandue consistant à dire que la diffusion de l'information lors d'une O P doit être la plus large possible ne soit pas entièrement justifiée pourvu toutefois que la réglementation condamne la diffusion de fausses informations .

d) La prévention des concentrations monopolistiques . Le caractère socialement néfaste de toute tentative de réduction de la concurrence sur un marché devrait entraîner l'interdiction de certaines O P . Il convient de faire à ce propos plusieurs remarques . La surveillance des opérations de concentration aboutissant à une position de monopole n'est pas spécifique à l' O P et il semble dès lors plus logique de la confier à un organisme opérant sur un plan plus large . De plus comme nous l'avons déjà indiqué les opérations de concentration entre concurrents , clients ou fournisseurs , peuvent ne pas avoir pour objectif la monopolisation d'un marché . La diffusion de l'information est dans ce cas certainement plus importante que dans celui de deux entreprises totalement différentes , ce qui vient en conséquence réduire les coûts associés à la concentration, tout particulièrement associés à la recherche de l'information et à la réorganisation de l'entreprise . Comme le faisait remarquer Manne (1965) de telles opérations ne peuvent être tenues pour illégales, ou suspectes en soi, et il serait néfaste d'adopter une attitude trop méfiante envers elles ce qui pourrait avoir pour conséquence d'augmenter les coûts de réalisation de la concentration (au travers d'enquêtes , de procès et des délais supplémentaires induits par ces procédures) et d'empêcher ainsi la réalisation de nombreuses opérations socialement souhaitables .

e) Les aspects juridiques de l'opération. Nous avons déjà évoqué le problème des contrats conditionnels . Pour montrer le rôle que peut jouer ici l'Etat, il suffira de remarquer qu'une procédure " à l'anglaise", d'expropriation des actionnaires rémanents modifie sensiblement le comportement des acteurs en cas d' O P .

2 - Les rapports entre minoritaires et majoritaires

A propos des O P disciplinaires nous avons insisté sur la nécessité d'une certaine exclusion des minoritaires en cas de réussite de l' O P . Cette exclusion est même souhaitable pour les actionnaires eux-mêmes puisqu'ainsi ils peuvent pallier aux comportements " managériaux" des gestionnaires de leur firme en se reposant sur le mécanisme de l' O P . Nous avons montré de plus que le niveau de dilution socialement souhaitable était toujours supérieur à celui voulu par les actionnaires . On pourrait alors se demander ce qui justifie l'existence d'une réglementation des rapports entre majoritaires et minoritaires dans le sens d'une restriction de la dilution des droits de propriété de ces derniers .

La complexité de ce problème est néanmoins importante . En premier lieu la notion même d'une exclusion est assez " choquante " au niveau juridique car elle entre en conflit avec les fondements théoriques et moraux du droit des sociétés , et des sociétés anonymes en particulier . De surcroît , la nécessité d'une exclusion n'existe que dans le cas d'une O P disciplinaire . Dans les autres cas d' O P et les autres situations possibles où se retrouvent dans une société des minoritaires et un majoritaire cette exclusion n'est plus désirable . Il semble alors difficile de se passer entièrement de réglementation . Celle-ci doit en effet être unique , et il apparaît quasiment impossible de l'adapter suivant la nature de l'opération . L'élaboration d'un tel compromis relève une fois de plus d'un choix nettement politique dont il nous est seulement possible de préciser l'enjeu . L'impossibilité de toute exclusion entraînerait une diminution sensible du nombre des O P disciplinaires, ne dépendant plus que de différences d'évaluations exogènes , et corrélativement une moindre efficacité des gestionnaires dans les entreprises. Une absence de réglementation concernant celle-ci pourrait , en dehors des effets redistributifs , accroître sensiblement la variabilité des rendements associés aux investissements productifs et ainsi entraîner un montant d'investissement sous-optimal au sein de l'économie .

Le problème avec une telle réglementation provient de la

difficulté de distinguer les situations où l'exclusion est nécessaire et souhaitable de celles où elle ne l'est pas . La plupart des législations tiennent toujours pour indésirables la dilution et donnent à l'actionnaire minoritaire de nombreuses protections judiciaires . Dès lors, même si ex ante les actionnaires peuvent se trouver d'accord pour renoncer à une partie de cette protection afin de pouvoir profiter des avantages dûs aux OP disciplinaires, ex post cette renonciation n'aura guère de valeur si elle contrevient à des dispositions d'Ordre Public, car l'actionnaire pourra alors utiliser toutes les possibilités que la loi lui accorde . Il en va de même en ce qui concerne les pratiques comptables facilitant le transfert de bénéfices à l'intérieur de groupes de sociétés .

D - QUELQUES REMARQUES SUR LA SITUATION FRANÇAISE

Il n'est pas dans notre propos de tenter de faire une étude exhaustive de la réglementation française, tant la tâche serait longue et difficile sur le plan juridique . Plus modestement nous essaierons de mentionner quelques traits originaux de cette réglementation à la lumière des remarques qui précèdent .

Les O P ne s'insèrent pas en France dans un cadre législatif, ce qui a l'inconvénient de nous priver de l'importante source d'informations que constituent les débats parlementaires . Leur réglementation dépend en majeure partie des organismes de surveillance du marché boursier: principalement la C O B, la C A C et la Comité de surveillance des offres publiques en Bourse . Le principal souci de ces organismes a été jusqu'à présent de préserver une grande souplesse dans l'organisation des O P . La réglementation actuelle date de 1978 (les principaux textes qui sont réunis dans C O B (1978) se composent d'articles du règlement général de la Compagnie des Agents de Change R G C A C et de décision émanant de la C O B) après de nombreuses modifications depuis 1966 . La jurisprudence est d'ailleurs d'une grande importance pour la bonne compréhension de mécanismes qui sont souvent traités de façon sommaire dans des textes laissant aux autorités compétentes une large marge d'appréciation.

Trois points méritent à notre sens d'être soulignés : l'organisation de la concurrence sur le marché des O P , l'information diffusée pendant l' O P et les problèmes liés à l'exclusion des minoritaires .

1 - L'organisation de la concurrence .

Cet aspect est important tant du point de vue théorique (nous avons souligné dans la deuxième partie certains effets néfastes liés à une concurrence entre initiateurs) que pratique . La réglementation de ce point particulier est certainement la caractéristique la plus positive à notre sens des textes actuellement en vigueur .

Durant le délai de réponse à l' O P le principe est le maintien des cotations qui permet d'assurer la liquidité des titres qui sans cela, pourraient être gelés pendant une assez longue période (le délai minimum est de 1 mois . Art 184 alinea 3 . Dans la pratique celui-ci s'étend fréquemment jusqu'à trois mois) . Ce maintien des cotations ouvrirait cependant la voie à des manoeuvres sur le marché du titre afin d'assurer l'échec des O P (voir notamment les offres St Gobain-B S N en 1969 , Moët Hennessy - Pommery et Gréno en 1973 et surtout Cie de Navigation Mixte - Sté Navale des Chargeurs Delmas Vieljeux en 1977 où durant la période de l'offre 36 % du capital ont changé de mains sur le marché à des cours compris entre 215 et 280 F alors que le prix offert par l'initiateur était de 140 F) . Afin de réglementer cette concurrence qui tendait par la menace de l'intervention de groupes amis sur le marché à limiter considérablement le nombre des O P , les textes de 1978 ont réagi de manière très positive . En premier lieu la C A C n'hésite plus à suspendre les cotations en cas de manoeuvres dont on peut penser qu'elles n'ont pour but que de perturber le marché du titre soumis à l' O P comme le R G C A C lui en donne la possibilité (voir également les règles D 1 et D 6 de la C O B) . Un exemple d'utilisation de cette faculté peut se trouver avec l'offre Paris France - Printemps - Radar en 1979 (ou Cie Foncière du Château d'Eau - Sté Privée de Gestion Financière en 1978) . De plus dans sa décision du 25 juillet 1978 la C O B a posé pour principe que la contestation d'une O P devait se faire par le biais d'une O P concurrente et non par des achats sur le marché . Afin d'éviter le lancement d' O P uniquement destinées à en faire échouer une autre, l'art. 194 du R G C A C stipule que celles-ci devront concerner un montant de capitaux supérieur d'au moins 5 % au montant initial . Il en va de même pour les surenchères effectuées par le premier initiateur (Art. 191) . Afin de s'assurer que ces dispositions seront bien respectées la C A C et la C O B ont précisé le fonctionnement du marché du titre visé pendant les O P :

- en interdisant à l'initiateur ou les personnes agissant de concert avec lui d'acheter des quantités significatives de titres à des cours supérieurs à 5 % du prix offert sans relever celui-ci Art 192 .
- en assurant la publicité des transactions dans une large mesure (règles D 2 , D 3 , D 4 , D 5 de la C O B)
- en obligeant les concurrents à procéder par la voie d'une contre-O P à moins de prendre l'engagement de ne pas opérer d'achats sur le marché à des cours supérieurs à 105 % du prix offert (voir pour un exemple de cette faculté l'offre Tuileries Gilardoni - Lambert Céramiques en 1979 et la décision du Comité de Surveillance des O P en Bourse y afférent) .

D'autre part les gestionnaires de la société visée doivent faire preuve d'une " grande prudence " durant le déroulement de l' O P (règle C 1 et C 2 de la C O B et notamment ne pas accroître les participations d'auto-contrôle de la société . La C O B a d'ailleurs posé pour principe que : " des actes de gestion non conformes à l'intérêt des sociétés en cause ... ne doivent pas être accomplis en vue d'infléchir le choix des actionnaires ou de modifier la situation qui existait au lancement de l' offre " (décision du 25 juillet 1978) . Ce principe semble prohiber en particulier l'annonce surprise de fusion durant le déroulement d'une O P . L'ensemble de ces règles dont l'application dans la pratique a été très souple (voir l'offre contestée Paris France- Printemps- Rader sur le marché officiel de Paris en 1979) permet à la fois de ne pas entraver entièrement la concurrence sur le marché des O P , tout en la limitant de façon à permettre à l'initiateur d'espérer réaliser une opération rentable en n'étant pas " à la merci " de concurrents intervenant avec des capitaux très limités sur le marché des titres ou de décisions hasardeuses de gestionnaires soucieux avant tout de conserver leur emploi.

2 - L'information diffusée durant l' O P .

L'information est principalement diffusée au cours des O P par le biais de notes d'information visées par la C O B et émises par la société initiatrice et la société visée . Une instruction de la C O B précise le contenu de ces notes (modification en date du 5 septembre 1978 apportée à l'instruction du 10 octobre 1973) après avoir posé pour principe la nécessité que : "les actionnaires puissent prendre leur décision sur la base d'une information complète, objective et claire " .

Ce problème est comme nous l'avons vu étroitement lié à celui de la concurrence entre initiateurs, une obligation de dévoiler toute l'information détenue par l'initiateur initial entraînant une concurrence accrue et ex ante une espérance de rentabilité quasi nulle associée à la recherche d'informations dans ce domaine . Grossman et Hart (1980 b) section 6 et (1980 d) analysent la différence existant entre une loi interdisant de révéler de fausses informations et une loi obligeant l'initiateur à rendre publique l'information qu'il détenait auparavant de façon secrète ou privée .

Le principe général qui se retrouve dans le détail des mentions devant figurer dans les notes est que : "les offres doivent être faites de bonne foi et énoncer clairement les objectifs poursuivis par l'initiateur " (C O B decision du 25 juillet 1978) . Ce principe pourrait faire croire à une obligation de diffusion de certaines informations auparavant secrètes . Cependant il semble que dans la pratique la C O B ne soit pas très exigeante concernant les informations sur les intentions de l'initiateur pourvu que celui-ci ne cherche pas à " frauder" en dévoilant de l'information inexacte . L'intervention de la C O B à ce niveau se résume plus à une interdiction du mensonge qu'à un essai d'assurer une transparence complète de l'information . Nous ne voulons par là que les notes qu'elle vise soient inutiles ; elles contiennent au contraire de nombreuses indications importantes mais , et c'est là le point le plus important , elles permettent généralement à l'initiateur de maintenir son avantage informationnel vis à vis de concurrents potentiels .

On peut noter cependant une des principales lacunes de la réglementation actuelle qui n'impose pas la publicité des éventuels accords (concernant par exemple les promotions et les rémunérations) intervenus entre l'initiateur et les gestionnaires de la société visée . Une telle publication permettrait certainement de mieux apprécier la nature de l' O P (en cas d' O P disciplinaire de tels accords se produisent souvent afin d'éviter l'effet psychologique défavorable associé aux O P dites sauvages c'est à dire contestées par les gestionnaires en place) .

La lecture des notes d'information, disponibles auprès de la C O B et de la C A C montre à l'évidence que les motifs de l'initiateur restent le plus souvent exprimés en termes très généraux : " restructuration " , " concentration " , " rationalisation " , " efficacité accrue " etc ...

(La plupart des contestations dans les notes d'information concernent les modalités de calculs qui varient bien évidemment avec les redressements comptables effectués, des valeurs de rentabilité, de rendement, de liquidation ... servant de "justifications" au prix offert . Voir notamment les notes de l'offre Tuileries Gilardani-Lambert Céramiques .)

3 - L'exclusion des minoritaires .

Nous avons vu les difficultés qui surgissent dans la conception d'une véritable réglementation de l'exclusion des minoritaires à la suite d'une O P . Dans toutes les opérations de regroupement, le droit français y est hostile , même si gardant une certaine souplesse au travers de la notion jurisprudentielle d'abus de majorité (les principales décisions de jurisprudence sont : Cass . Com . 18 avril 1961 . J C P II 61 12164 , Cass . Com . 9 novembre 1967 J C P 67 II 15250 , Cass . Com . 6 février 1957 Bull. Civ . III p.40 N° 48 et surtout Tribunal Correctionnel Paris 3ème Chambre 16 mai 1974 G.P 74 2 886 . On peut se reporter à la jurisprudence concernant l'interprétation de l'article 1844 - 1 alinea 2 du Code Civil) Au contraire du droit américain qui, bien qu'hostile, a reconnu explicitement l'importance du phénomène de l' O P (amendement Williams au " Security and exchange act " de 1934) le droit français continue de l'ignorer . Bien que les rapports de force existant entre majoritaires et minoritaires permettent toujours un certain montant d'exclusion, principalement par le biais de salaires élevés et de modifications de prix de transfert, il semble que cela explique en partie le faible nombre d' O P disciplinaires en France . Le montant de la dilution possible est en effet entaché d'une très forte variabilité tant les possibilités de procès associés sont nombreuses . Il est cependant difficile de tirer de cet état de fait une recommandation vers une plus large tolérance comme indiqué au III C 2) .

En défaveur des O P disciplinaires, semble également , et peut être plus efficacement , jouer l'homogénéité culturelle et sociale des dirigeants de sociétés français qui contribuent à rendre plausible comme le note Ait Abdallah (1972) l'existence d'un accord tacite de façon à éviter les O P non désirées .

En dernier lieu, il convient de mentionner le caractère assez efficace de la procédure instituée par les articles 181 et 182 du R G C A C

qui conduisent à ne pas autoriser la tenue d' O P pouvant présenter des conséquences néfastes sur le plan de la concurrence , en instituant une intervention préventive de la Commission de la Concurrence . La jurisprudence de cette Commission ne peut encore être appréciée en matière d' O P, rappelons cependant qu'il ne nous semble pas souhaitable d'avoir recours à des " présomption de recherche de situation monopolistique" dans le cas d' O P lancée sur un concurrent .

C O N C L U S I O N =====

L'analyse du mécanisme de l' O P A permet de mettre à jour la complexité du comportement des acteurs qui y prennent part . L'intérêt à la fois pratique et théorique de cette procédure ne doit pas faire oublier qu'il est nécessaire de s'interroger sur les conditions de sa réussite . En particulier, en tant que moyen de contrôle et de sanction des gestionnaires, elle doit s'accompagner de mécanismes permettant d'exclure les actionnaires minoritaires qu'il s'agisse d'une offre publique d'achat ou d'échange , que le contrat soit conditionnel ou pas .

La diversité des motifs d'offre publique rend néanmoins assez difficile la possibilité de tirer des conclusions normatives précises . L'analyse de la réglementation française nous a tout de même permis de montrer le caractère très positif des dispositions concernant la concurrence entre initiateurs et la diffusion de l'information . La méconnaissance du problème de l'exclusion des minoritaires nous incite cependant à penser que les O P disciplinaires ne jouent pas en France un rôle prédominant , cette dernière remarque appelant d'ailleurs des recherches plus approfondies , tant sur le plan juridique qu'économique , sur les réglementations possibles de cette dilution .

L' O P n'est qu'un des mécanismes permettant d'effectuer un contrôle sur les gestionnaires . Une vision générale de ce problème dans une économie libérale devrait en particulier comprendre : le rôle de la concurrence sur les marchés où opèrent les firmes dans l'élimination des gestionnaires inefficaces, l'analyse des systèmes d'incitation utilisés pour les motiver et celle des mécanismes alternatifs de prise de contrôle d'une société au travers des fusions notamment .

Pour ce qui concerne l' O P proprement dite de nombreuses directions de recherches semblent ouvertes . Entre autres il serait intéressant de se demander dans quelle mesure une firme ou un individu, est prêt à renoncer à une certaine diversification de ses activités pour acquérir les avantages liés au contrôle d'une entreprise, et en particulier si cet abandon de diversification n'entraîne pas une différence systématique d'évaluation entre majoritaires et minoritaires . Une modélisation plus complète du problème devrait également s'appuyer sur des études cliniques qui permettraient à coup sûr d'enrichir sensiblement la vision de ce problème en mettant notamment à jour des facteurs moins quantifiables tels l'attachement à une entreprise , la " solidarité " entre cadres des différentes entreprises logs d'une O P ou l'influence des établissements bancaires . Ces études pourraient également contribuer à rendre plus facile l'analyse des cas où les actionnaires de la société visée sont peu nombreux et ont conscience de leur interdépendance .

REFERENCES

- AIT ABDALLAH (1972), O.P.A. et sociétés contrôlées ; thèse de 3ème cycle , Université Paris IX Dauphine ;
- BAULOL (1965), The stock market and economic efficiency ; Fordham University Press New York
- BERLE MEANS (1932) , The modern corporation and private property ; Mac Millan New York
- C . A . C . Cie des Agents de Change ; l'Année Boursière (1966 à 1980)
- C . N . M . E . Caisse Nationale des Marchés de l'Etat (1973) L'O.P.A, une nouvelle méthode de concentration; Bulletin d'information économique de la CNME ;3ème trim. N° 60
- C . O . B . Commission des Opérations de Bourse ; Rapport au Président de la République; (1968 à 1980)
- C . O . B . (1978) Textes concernant les offres publiques d'achat, d'échange et de vente ; COB PARIS .
- CYERT MARCH (1963) , A behavioural theory of the firm ; Prentice hall, Englewood Cliffs .
- DODD RUBACK (1977) , Tender offers and stockholder returns : an empirical analysis ; Journal of Financial economics 5 p.351 - 373 .
- DONEDIEU (1975) , La protection des actionnaires en cas de prise de contrôle par acquisition de titres; Analyse Financière 2ème trim. N° 21 .
- FRIEDMAN (1953) , The methodology of positive economics - Essays in positive economics. p. 1 à 43 ; University of Chicago Press.
- GALBRAITH (1967) The New Industrial State ; Houghton Mifflin Boston
- GAMBARELLI (1980) , The "control quota " component in the price of the shares ;non publié , présenté à la Journée Internationale de l'Association Française des Finances.
- GROSSMAN et HART (1980 a) An analysis of the Principal Agent Problem . Document non publié .
- GROSSMAN et HART (1980 b) Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation . Bell Journal of Economics.Spring . p. 42 - 64
- GROSSMAN et HART (1980 c) The allocation role of takeover bids in situations of asymmetric information ; working paper ; non publié .
- GROSSMAN et HART (1980 d) Disclosure Laws and Takeover bids . Journal of Finance. Vol : X X X V N° 2 May p. 323 -334
- GROSSMAN et STIGLITZ (1977) On Value Maximisation and Alternative Objectives of the Firm; Journal of Finance; Vol : X X X I I N° 2 May p. 389 - 402
- HARTEMAN DUCOUSSET (1969) B.S.N contre St Gobain ; Ed. Premières Paris
- JACQUEMIN (1975) Economie industrielle européenne . Structure de marchés et stratégies d'entreprise . Dunod . Coll. Finances et Economie Appliquée. Paris .

- JENSEN MECKLING (1976) Theory of the Firm :Managerial Behaviour , Agency Costs and Ownership Structure ; Journal of Financial Economics 3 p.305-360
- JOLY (1979) Valeurs Mobilières,OPA ; OPE et OPV Juridictionnaires Joly Paris
- LAMY (1981) Lamy Sociétés ;Lamy Paris
- LATREYTE (1976) L'évolution du Marché Financier Thèse 3ème cycle Université Paris X
- LOYRETTE (1971) Les O P A Etude Juridique des OPA; Dictionnaires Joly Paris
- MALAN (1969) Les O P A l'expérience anglaise Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence Paris
- MANNE (1965) Mergers and the Market for Corporate Control ; Journal of Political Economy April p.110-120
- MARRIS (1964) The Economic Theory of Managerial Capitalism Illinois Free Press of Glencoe
- PROBLEMES ECONOMIQUES (1969) Annales de Sciences Economiques Appliquées Université Catholique de Louvain Novembre
- RAGAZZI (1980) On the Relation Between Ownership Dispersion and the Firm 's Market Value ; Journal of Banking and Finance à paraître
- SCITOVSKY (1943) A Note on Profit Maximisation and its Implications ; Review of Economic Studies XI p.57-60
- VAN HORNE (1973) Gestion et Politique Financière Tome 2 ; Dunod Coll. Gestion et Eco. Ap.
- de VROEY (1973) Propriété et Pouvoir dans les Grandes Entreprises ; Centre de Recherche et d'information Socio-Politique Bruxelles
- WILLIAMSON (1964) The Economics of Discretionary Behaviour Managerial Objectives in a Theory of the Firm Prentice Hall Englewood Cliffs N.J.