

**REVUE**  
**DE**  
**JURISPRUDENCE COMMERCIALE**  
**ANCIEN**  
**JOURNAL DES AGRÉÉS**

NUMÉRO SPÉCIAL

**LA PRISE DE CONTRÔLE  
D'UNE SOCIÉTÉ**

Fondateur

**Marcel DELEAU-DESHAYES**  
Avocat honoraire à la Cour de Paris  
Ancien Président  
de la Chambre Nationale des Agréés  
près les Tribunaux de commerce

Conseiller Scientifique

**Bernard SAINTOURENS**  
Agrégé des Facultés de Droit  
Professeur à l'Université Montesquieu  
Bordeaux IV

PARIS

i

## PRIME DE CONTRÔLE, DÉCOTE DE MINORITÉ ET D'ILLIQUIDITÉ

par Maurice NUSSENBAUM

*Professeur de finance à l'Université Paris Dauphine*

*Expert financier près la Cour de Paris, agréé par la Cour de cassation*

s  
s  
s  
s  
s  
s

### I. — INTRODUCTION : L'ANALYSE THÉORIQUE DES BÉNÉFICES ET DES COÛTS ATTACHÉS AU CONTRÔLE

1. Si le contrôle justifie pour l'acquéreur le paiement d'une prime c'est qu'il confère des avantages. Pour que cette prime puisse être évaluée, il faut de plus que ces avantages soient mesurables.

L'analyse économique qualifie ces avantages de bénéfices privés dans le sens où n'en bénéficient que les actionnaires qui détiennent le contrôle.

Ces bénéfices se distinguent des bénéfices publics que constituent les dividendes et dont bénéficient l'ensemble des actionnaires. Ils comprennent tous les avantages dont profitent les actionnaires qui détiennent le contrôle, et notamment les effets de synergie potentiels avec d'autres sociétés qu'ils contrôlent et également dans certains cas le pouvoir de racheter les titres des actionnaires minoritaires.

Ils s'appliquent à des décisions qui, tout en restant dans l'intérêt social, peuvent être particulièrement avantageuses pour l'actionnaire majoritaire et comportent des avantages à la fois monétaires et non monétaires.

Ce concept ne recoupe qu'en partie celui d'avantages particuliers dont la définition est plus restrictive et pour lesquels le législateur a prévu divers mécanismes d'information de l'ensemble des actionnaires qu'il s'agisse du contrôle spécifique des commissaires aux apports lors de la constitution de la société ou à l'occasion d'une augmentation de capital ou des dispositions des articles 101 et suivants pour ce qui concerne les conventions conclues entre la société et l'un de ses administrateurs.

Les avantages particuliers ne recouvrent pas l'ensemble des bénéfices privés attachés au contrôle mais uniquement certains avantages spécifiques bien déterminés tels que les droits de vote double et plus généralement toute allocation de sommes au profit de certaines catégories d'actionnaires.

2. On peut d'ailleurs se demander si la Chambre Commerciale de la Cour de cassation n'a pas elle-même reconnu l'existence de la notion de bénéfices privés et leur prise en compte comme élément complémentaire de la valeur des actions à travers l'arrêt Bolloré du 13 février 1996. Celui-ci a accordé aux actionnaires minoritaires, le droit de demander réparation du préjudice économique résultant

de la perte d'influence dans la gestion et la politique de la société à la suite du regroupement de la majorité des actions entre les mains d'un actionnaire, sans compensation pour les actionnaires lésés.

Cette jurisprudence distingue une valeur spécifique au droit d'agir sur la gestion et d'influencer la politique de la société. Elle dit que la privation de ce droit doit être réparée en tant que tel et qu'elle constitue un préjudice distinct de celui de la valeur des actions.

On peut interpréter cette décision en remarquant que la valeur du contrôle n'est généralement pas incluse dans le cours d'un titre et que la valorisation des avantages qui lui sont attachés se traduit par l'existence d'une prime.

3. On doit cependant remarquer que l'évaluation de l'ensemble des avantages que la prime de contrôle est censée représenter n'est pas toujours aisée.

En effet, certains d'entre eux constituent des options, notamment de réaliser des investissements ou de liquider des actifs et seule une partie se traduit par des flux qui eux-mêmes présentent un aléa important.

D'autres avantages constituent des pouvoirs. Ainsi, par rapport à quelle norme définit-on des sursalaires ou un excédent de frais généraux ? De ce fait, si la prime de contrôle peut être constatée a posteriori à travers le prix payé par un acquéreur pour prendre le contrôle, il n'est pas certain qu'elle puisse être déterminée a priori c'est-à-dire ex-ante.

4. Se pose également le problème spécifique du rôle de l'évaluateur.

Il a pour fonction dans le cadre d'un litige, né notamment d'une contestation d'actionnaires minoritaires ou de l'administration fiscale, de donner une opinion sur une valeur de marché ou sur une valeur équitable du bloc de contrôle, c'est-à-dire comme l'a précisé le législateur, déterminée selon les méthodes habituellement retenues pour évaluer les actifs.

La jurisprudence fiscale américaine ainsi que les directives de l'OCDE précisent qu'il s'agit là du prix que serait prêt à payer un acheteur hypothétique moyen sans avantage particulier à un vendeur indépendant de l'acheteur, tout aussi raisonnable et banalisé et n'ayant pas à vendre en urgence.

5. Cette définition illustre la double difficulté dans laquelle se trouve l'évaluateur pour déterminer la prime de contrôle.

Elle ne concerne tout d'abord pas des acheteurs banalisés puisque les avantages conférés par le contrôle ont un caractère à la fois objectif : droit de décider de la politique de l'entreprise, de désigner les dirigeants et de déterminer la politique de dividende mais aussi subjectif : bénéfices liés aux synergies avec l'acquéreur.

De ce fait, il existe autant de valeurs du contrôle que d'acquéreurs potentiels pour qui les avantages spécifiques différeront.

6. Il y a donc a priori une incohérence à rechercher une évaluation objective de ce qui représente un avantage subjectif.

A cet effet, on analysera tout d'abord le contenu des avantages associés au contrôle et ensuite les méthodes d'évaluation généralement utilisées pour évaluer la prime correspondant à ces avantages.

Cependant, si le contrôle génère pour celui qui le détient des avantages et aussi des contraintes, il engendre pour les actionnaires qui en sont privés des inconvénients à travers les décotes de minorité et d'illiquidité. On ne peut donc séparer l'analyse de la prime de contrôle de celle de ces décotes.

## II. — LES AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS ASSOCIÉS AU CONTRÔLE

7. Le contrôle confère des avantages à son détenteur mais présente également des risques pour le fonctionnement du marché.

Les avantages peuvent être séparés en deux catégories : avantages objectifs et subjectifs :

### 7.1. *Les avantages objectifs*

Les avantages objectifs ont trait à la possibilité conférée à l'actionnaire qui détient le contrôle à l'aide de moins de 100 % des titres, de déterminer la politique de l'entreprise pratiquement comme s'il avait acquis la totalité du capital.

Alors que les bénéfices se partagent, le pouvoir de contrôle ne se partage pas.

Les prérogatives généralement associées au contrôle comprennent principalement :

- le pouvoir de désigner la majorité des administrateurs et de déterminer les rémunérations de l'équipe dirigeante,
- de définir la politique de l'entreprise, d'acquérir ou de céder certains actifs,
- de définir la politique financière et de décider de la politique de distribution des dividendes.

Ces avantages sont liés à la détention du contrôle et non à l'identité de son détenteur, c'est pourquoi on peut les qualifier d'objectifs.

Ils permettent, notamment, de procéder à des restructurations, des licenciements et des réorientations, de bénéficier des avantages stratégiques de l'entreprise, de ses positionnements sur les marchés et de ses avantages concurrentiels tous pouvoirs dont ne disposent pas les actionnaires minoritaires.

D'autres avantages ont un caractère subjectif parce qu'ils sont liés à l'identité de l'actionnaire qui détient le contrôle ou souhaite le prendre.

### 7.2. *Les avantages subjectifs liés au détenteur du contrôle*

Ces avantages comprennent en particulier les synergies dont bénéficie le détenteur du contrôle avec d'autres sociétés de son groupe, et la possibilité pour les

dirigeants de valoriser leur capital humain personnel en développant leur expérience dans la gestion d'entreprises plus complexes.

A cet égard, une étude récente sur les motivations des managers qui entreprennent des acquisitions<sup>1</sup> menée sur un échantillon de 498 entreprises, montre qu'au delà de l'accroissement des rémunérations, les dirigeants recherchent une certaine forme de prestige et de positionnement en tant que professionnels aptes à diriger des groupes importants et à obtenir des mandats dans de multiples conseils d'administration.

L'acquisition du contrôle apparaît ainsi comme un investissement destiné tout d'abord à bénéficier aux dirigeants qui l'entreprennent.

8. C'est pourquoi les acquéreurs risquent de surestimer les avantages subjectifs liés au contrôle ce qui avait déjà été souligné en 1986 par R. Roll à travers l'hypothèse d'Hubris ou d'Orgueil<sup>2</sup>.

Celui-ci considérerait que l'importance des primes de contrôle observées dans les OPA traduisent plus la volonté de pouvoir de l'acquéreur qu'une estimation objective des avantages dont bénéficiera son entreprise à la suite de la prise de contrôle.

De nombreuses études empiriques ont confirmé cette hypothèse en montrant qu'une proportion significative d'acquisitions se soldent par des performances médiocres pour les firmes acquéreuses et par de nombreux désinvestissements résultant de cas d'échecs et non d'une volonté de restructuration.

9. Pour terminer cette description des avantages liés au contrôle, il faut également souligner que la dissymétrie existant entre les deux catégories d'actionnaire, avec ou sans contrôle, est plus grande pour les sociétés non cotées que pour les sociétés cotées du fait de l'illiquidité des titres minoritaires, ce qui souligne que la notion de contrôle ne peut être examinée sans parallèlement prendre en compte celle de liquidité.

Pour une société non cotée, l'ensemble des titres est illiquide mais la minorité est encore moins liquide que la majorité car l'actionnaire contrôlant peut seul décider d'une cession de la société à un tiers.

Pour une société cotée, les avantages du contrôle sont limités par les mécanismes réglementaires concernant en particulier l'information des actionnaires ou la protection des minoritaires.

Sur un marché liquide, tout actionnaire peut exprimer son désaccord en cédant ses titres alors que sur un marché illiquide ou pour une société non cotée, le contrôle est par définition subi de manière quasi absolue.

10. L'existence d'obligations spécifiques pour le détenteur du contrôle montre qu'à côté des bénéfices le contrôle génère aussi des coûts.

1. C. Avery, J.A. Chevalier & S. Schaeffer, Why do managers undertake acquisitions ? An analysis of internal and external rewards for acquisitions. *The Journal of Law Economics & Organization*, Avril 1998, Vol. 14, n° 1, pp. 24-43.

2. R. Roll, « The hubris hypothesis of corporate takeovers », *Journal of Business*, 59, 1986, pp. 187-216.

Les coûts associés au contrôle sont qualifiés par la théorie financière de l'agence<sup>3</sup>, de coûts de dédouanement, ils comprennent en particulier la nécessité d'informer l'ensemble des actionnaires et de remplir toutes les obligations liées à la gestion d'une société cotée.

Ainsi, la prime attachée au contrôle reflète, non pas la seule valeur des avantages associés au contrôle mais la différence existant entre les avantages et les coûts associés au contrôle alors que inversement la décote de minorité reflète la différence existant entre les avantages et les inconvénients d'être actionnaire minoritaire.

### **11. Les inconvénients du contrôle pour les actionnaires minoritaires**

Pour les actionnaires minoritaires, l'existence d'un bloc de contrôle comporte des avantages lorsqu'il y a convergence entre les intérêts des détenteurs du bloc et ceux de l'ensemble des actionnaires mais surtout des inconvénients qui se manifestent principalement sur le marché des titres minoritaires. Dans certains cas, un bloc minoritaire peut avoir un intérêt stratégique et conférer à son détenteur une source de plus value.

Cependant, dans le contexte de la présente analyse, on se focalisera sur les inconvénients.

Pour les actionnaires minoritaires, l'existence d'un bloc de contrôle a un effet direct sur la liquidité du marché en soustrayant des transactions, les titres faisant partie du bloc de contrôle.

Le contrôle réduit de ce fait le flottant, défini comme la part de la capitalisation boursière non gelée en portefeuille.

Il en résulte des inconvénients et des coûts associés à l'illiquidité.

Tout d'abord, des coûts résultant du risque de contrepartie, c'est-à-dire de la capacité pour un vendeur de trouver des acheteurs dans un court délai et un coût réduit.

L'illiquidité renforce également, les coûts de transaction à travers ce que les économistes appellent les asymétries d'information<sup>4</sup>. L'existence d'un bloc de contrôle signale, en effet, aux opérateurs du marché l'existence d'agents mieux informés que d'autres, à savoir les actionnaires détenant le contrôle.

Ces asymétries génèrent des coûts de surveillance pour les actionnaires minoritaires qui se traduisent par un élargissement des fourchettes de cotation, et par la même par un accroissement des coûts de transactions sur le marché.

On peut alors en déduire dans des situations extrêmes, que cette baisse de liquidité entraînera une chute relative des cours pour les actionnaires minoritaires.

Certaines études ont montré que cette baisse des cours, effet de l'illiquidité, résultait de l'accroissement de rentabilité exigée par les investisseurs pour en

3. Jensen, Mickael C. et William H. Meckling, « Theory of the Firm : managerial behavior, Agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Octobre 1976, pp. 305-360.

4. P. Raimbourg, « Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise », *Encyclopédie de gestion*, 2<sup>e</sup> édition 1997, pp. 188-199.

palier les inconvénients. Cette composante complémentaire de rentabilité s'ajoute au rendement normal exigé par les actionnaires et contribue ainsi à augmenter le taux de rentabilité que ceux-ci exigent et par là même à faire décroître le prix des titres. Cet effet de d'illiquidité est mesurée empiriquement par l'importance de l'écart ou spread entre le prix offert et le prix demandé<sup>5</sup>.

Ainsi, le contrôle présente de nombreux avantages mais aussi des coûts pour celui qui le détient. Pour lui, le solde des avantages et des coûts est positif alors que c'est l'inverse pour les actionnaires minoritaires. La prime de contrôle doit refléter le solde positif entre les avantages et les coûts générés par le contrôle. Pour le montrer, on examinera tout d'abord de manière plus précise ses éléments constitutifs et ensuite les références statistiques permettant de la mesurer<sup>6</sup>.

### III. — LA DÉTERMINATION DE LA PRIME DE CONTRÔLE

12. La détermination de la prime de contrôle suppose à la fois une définition précise et une méthode de mesure<sup>7</sup>.

#### 12.1. La définition de la prime de contrôle et de la décote de minorité

La prime de contrôle constitue en même temps une différence et un pourcentage :

— différence entre deux termes, la valeur avec contrôle et la valeur sans contrôle,

— pourcentage puisqu'il convient ensuite de diviser cette différence par la valeur minoritaire pour obtenir la valeur de la prime de contrôle en pourcentage :

Mais que représente la valeur de référence sans contrôle : est-ce la valeur totale de l'entreprise ou bien la seule valeur des titres minoritaires.

Comme la valeur totale contient celle du contrôle, il est plus adéquat de retenir comme référence une valeur minoritaire non affectée par le contrôle.

On obtient ainsi pour la prime de contrôle :

$$P = \text{prime (\%)} =$$

$$\frac{\text{valeur unitaire du titre avec contrôle} - \text{valeur unitaire du titre sans contrôle}}{\text{Valeur unitaire du titre sans contrôle}}$$

L'avantage de cette définition est de permettre de définir immédiatement la décote de minorité par référence à la valeur du titre avec contrôle.

5. B. Biais, Thierry Foucault, Pierre Hillion, *Microstructure des marchés financiers*, PUF, 1997 ; Y. Amihud et H. Mendelson, *Liquidity asset prices and financial policy*, *Financial Analyst Journal*, nov.-déc. 1991, pp. 56-66.

6. E. Maug, « Large Shareholders as monitors : is there a trade-off between liquidity and control ? », *The Journal of Finance*, fév. 1998, pp. 65-68.

7. Cf. M. Nussembaum, « L'évaluation des prix dans les offres publiques : valeur fondamentale et valeur d'acquisition », *Les Petites Affiches*, 15 juin 1994, pp. 42-45 ; M. Nussembaum, « Fusions, acquisitions et théories financières du marché du contrôle », *Les Petites Affiches*, 22 novembre 1995, n° 140, pp. 21-25.

Elle correspond en effet à l'impact sur la valeur du titre de l'absence de contrôle. On a donc :

$$D = \text{décote (\%)} =$$

$$\frac{\text{valeur unitaire du titre avec contrôle} - \text{valeur unitaire du titre sans contrôle}}{\text{Valeur unitaire du titre avec contrôle}}$$

$$\text{Soit } D = \frac{P}{1 + P}$$

Ainsi, si la prime de contrôle est égale à 40 %, la décote de minorité implicite vaudra :  $\frac{0,40}{1,4} = 28,5 \%$ , ou ce qui revient au même, la valeur du titre sans contrôle représentera 71,5 % du titre avec contrôle ( $100 - 28,5 = 71,5$ ).

Les difficultés soulevées par l'application de ces définitions tiennent à la détermination de la valeur de référence du titre minoritaire sans contrôle puisque les deux concepts de prime de contrôle et de décote de minorité sont interdépendants.

La prime de contrôle permet de définir la valeur d'un bloc de contrôle ; elle s'applique à une valeur de référence minoritaire.

Comment définir cette valeur de référence ?

Dans le cas d'une société cotée, le cours constitue la plupart du temps un bon indicateur de la valeur minoritaire sans contrôle.

La prime de contrôle s'applique donc directement au cours constaté.

Cependant, la référence au cours peut être trompeuse, une prime de contrôle peut avoir été partiellement anticipée et être incorporée dans le cours notamment dans le cas où un petit groupe d'actionnaires de référence se disputent le contrôle, ou bien encore, si la valeur cotée représente la vraie valeur de la société sous sa gestion actuelle et incorpore déjà une partie de la valeur du contrôle, celle que nous avons qualifié d'objective, et qui ne dépend pas des projets spécifiques de l'acquéreur éventuel.

### 12.2. *Le cas des sociétés non cotées*

Lorsque l'analyse porte sur une société non cotée, une autre dimension doit être prise en compte, celle de l'absence de liquidité.

Pour évaluer un bloc de contrôle d'une société non cotée à partir d'éléments de comparaisons relatifs à des sociétés cotées, une double démarche est nécessaire :

- ajouter une prime de contrôle à la valeur des intérêts minoritaires de référence,
- déduire une décote d'illiquidité, pour tenir compte du délai et des coûts, que devrait supporter le détenteur des titres pour les convertir en liquidités.

Quel sera l'impact net de l'application successive de la prime de contrôle et de la décote d'illiquidité ? Cela dépendra des circonstances au cas par cas. Aucune règle générale ne peut être valablement donnée a priori.

### 13. *La mesure de la prime de contrôle*

Il faut en effet se garder d'appliquer des primes et décotes standards tirées de références elles-mêmes auto-référentes.

La détermination des primes et décotes doit être validée par un raisonnement qui prenne en compte les avantages spécifiques associés au contrôle.

En effet, selon les types de société, la structure des droits de vote, leur environnement réglementaire et les accords passés entre les actionnaires, les avantages objectifs attachés au contrôle peuvent s'avérer extrêmement divers.

Dans certains cas, ils peuvent être très limités.

A titre d'exemple, les conventions passées avec les prêteurs peuvent introduire des limites très strictes à la politique de dividende ainsi qu'à la rémunération des dirigeants, et restreindre leur liberté d'action concernant toute politique de cessions-acquisitions.

Les degrés de liberté peuvent également se trouver amoindris du fait de la situation financière spécifique de la société.

La structure de la répartition du capital peut elle-même affecter la valeur du contrôle.

Dans une société comprenant trois actionnaires détenant respectivement 2 fois 49 % et 2 %, la valeur du contrôle si elle existe se trouve pour une bonne part dans les mains de celui qui détient les 2 %. On qualifie un tel bloc de pivot.

De même dans une société où le capital est réparti à parts égales entre 3 actionnaires, aucun ne détient le contrôle à moins de se liguer avec un autre. De ce fait, la valeur de la somme des trois tiers est inférieure à la valeur totale à laquelle pourrait être cédée la société.

Aussi, l'arithmétique du contrôle a ses règles propres, 2 fois 1/2 font moins que 1 de même pour 3 fois 1/3.

En conséquence, chaque situation de contrôle doit être analysée spécifiquement de façon à identifier la présence ou l'absence de chacun des attributs du contrôle tels que nous les avons énumérés précédemment et en tirer les conséquences sur la valorisation du contrôle <sup>8</sup>.

14. Ce qui s'applique aux primes de contrôle s'applique également aux décotes de minorité. Moins la prime de contrôle est élevée, moins la décote de minorité est sensible.

Par contre, la relation entre la prime de contrôle et la décote d'illiquidité est beaucoup moins mécanique. En effet, cette dernière est souvent analysée à partir de la durée nécessaire pour convertir les titres en monnaie. Cette durée est ensuite traduite en décote compte tenu de la perte de rendement associée au temps.

8. S. Pratt Discounts and Premia, pp. 38-52, Valuation of Closely-held Companies and Inactively traded Securities The Institute of Chartered Financial Analysts, Seminar Dec. 5-1989, Chicago, Illinois.

Il est facile de voir quels sont les facteurs qui affectent cette décote : à titre d'exemple, les tribunaux fiscaux américains ont reconnu l'influence des facteurs suivants : taille du bloc, informations publiées, politique de dividende, structure financière, structure des droits de vote. L'idée générale est que la décote d'illiquidité sera d'autant plus faible que de par sa qualité et sa taille, l'entreprise sera plus proche d'une société cotée.

#### 15. Les données statistiques

Plusieurs sources statistiques existent aux Etats-Unis et sont alimentées depuis près de 20 ans pour suivre les primes de contrôle observées lors des transactions portant sur des sociétés cotées.

On citera à titre d'exemple *Mergerstat Review*, et la revue *Mergers and Acquisitions*. Le prix de référence retenu est généralement celui du titre qui s'est établi sur la période précédant la transaction, entre 5 jours et 2 mois selon les études.

Plus la durée est longue, moins l'impact de la transaction sera anticipé dans les cours mais plus les variations intrinsèques au marché auront pu affecter ces variations.

Les données ne sont malheureusement pas toujours retraitées pour éliminer les variations intrinsèques du marché qui peuvent affecter la portée des comparaisons entre les cours avant et après prise de contrôle.

Ces études font apparaître des valeurs médianes des primes variables selon les époques, comprises entre 30 et 40 %. Les valeurs correspondantes des décotes de minorité se situent entre 23 et 30 %. Les valeurs moyennes sont plus élevées que les valeurs médianes, ce qui montre la forte dispersion des valeurs.

16. Faut-il déduire de ces valeurs médianes des normes à appliquer dans toutes les situations ? Nous avons déjà donné une réponse négative ce, pour les raisons suivantes :

a) Les primes observées traduisent non seulement la valeur du contrôle mais aussi celle que les acquéreurs attribuent aux avantages complémentaires au contrôle.

Si on part d'une définition stricte du contrôle limité à la détention du bloc d'action qui donne le pouvoir, soit au maximum 51 %, les valeurs observées des primes reflètent aussi les avantages associés à une détention de plus de 51 % et notamment dans certains cas l'impact des avantages comptables liés à la consolidation ou les avantages fiscaux de l'intégration fiscale, avantages qui sont distincts du strict contrôle.

b) Ces primes correspondent également aux améliorations de gestion anticipées par les repreneurs, compte tenu de la qualité de l'information financière diffusée par les cibles.

c) En d'autres termes, ces primes ne reflètent pas une valeur objective du contrôle mais une moyenne des valeurs subjectives que lui ont attribuées les acquéreurs les plus dynamiques dans chacune des acquisitions étudiées.

d) De plus, les primes sont elles-mêmes dépendantes du mode de paiement employé. Les statistiques observées sont relatives à des opérations en numéraire alors que de nombreuses études montrent que les primes sont sensiblement plus fortes pour des paiements en numéraire qu'en titre.

Tout d'abord les paiements en numéraire sont le plus souvent associés à des opérations hostiles qui renforcent le niveau des primes payées. On observe ensuite un effet fiscal, le vendeur cherchant à compenser par une prime plus forte l'imposition immédiate sur les plus values, ce qui ne sera pas le cas dans une offre en titres.

e) De même, l'utilisation récente des CVG ou certificat de valeur garantie, dans un nombre de plus en plus important d'offres publiques (déjà [à juin 1998] environ une dizaine depuis 1994), compte tenu de la garantie qu'ils représentent, conduit à fausser l'appréciation de la prime puisque ces certificats permettent d'éviter la sortie de cash immédiate ou la dilution des titres de l'acquéreur.

f) Il existe, d'autre part, des biais statistiques dans les observations puisque seules les primes positives sont prises en compte.

La dispersion des valeurs est trop importante pour que ni la moyenne, ni la médiane n'aient une véritable portée normative.

Elles s'appliquent en effet, à des sociétés extrêmement diverses dont certaines bénéficient de réelles positions de rente de par leurs marques ou leurs positionnements de leaders sur leurs marchés respectifs alors qu'il n'en est rien pour d'autres.

g) Enfin, le prix payé pour acquérir le contrôle est entièrement supporté par l'ensemble des actionnaires de l'acquéreur qu'ils soient majoritaires ou non chez l'acquéreur. Aussi l'actionnaire minoritaire de la société acquéreuse supporte un coût qui correspond à des avantages qui ne lui reviendront qu'en partie. De ce fait, si le prix payé pour acquérir la cible est supérieur à sa valeur pour les actionnaires minoritaires de l'acquéreur, ceux-ci seront lésés, ce qui est susceptible de fausser l'interprétation normative à donner aux statistiques des primes.

Toutes ces observations justifient la nécessité d'une analyse des conditions concrètes de l'opération envisagée.

### *17. Les décotes d'illiquidité*

Ces dernières font également l'objet d'études statistiques aux Etats-Unis. Compte tenu de leur nature, les références observées ne peuvent être qu'indirectes.

Certaines études portent sur les décotes observées dans les transactions portant sur des titres particuliers émis à côté des titres ordinaires, qui tout en bénéficiant des droits de vote, sont affectés d'une liquidité réduite.

L'acquéreur s'engage à ne pas les revendre durant une période déterminée. Les décotes observées varient fortement entre 15 et 50 % par rapport aux titres ordinaires.

Une autre approche consiste à soustraire de la valeur des titres, le coût d'une introduction en bourse. On constate que le coût d'une telle introduction est

variable en fonction de la taille de l'introduction et peut représenter 20 à 30 % pour des petites sociétés (introductions inférieures à 20 MF) alors qu'ils représentent moins de 5 % pour les introductions supérieures à 50 MF.

Cependant la décroissance relative des coûts d'introduction ne reflète pas uniquement la décroissance des décotes d'illiquidité.

Là encore, il ne faut pas s'enfermer dans des schémas statistiques qui ne représentent que des moyennes.

Certains intérêts minoritaires de sociétés non cotées ne distribuant pas de dividendes peuvent justifier des décotes d'illiquidité de l'ordre de 90 % car les actionnaires ne peuvent pas modifier leur situation. De ce fait, la référence aux coûts d'introduction en bourse n'est pas pertinente puisque les actionnaires minoritaires n'ont aucun pouvoir pour obliger les dirigeants à réaliser une telle introduction.

Par contre, pour un bloc de contrôle de sociétés non cotées, ces coûts d'introduction peuvent constituer une bonne approximation de la décote d'illiquidité.

D'une manière générale, il faut considérer les décotes d'illiquidité comme des primes de risque qui s'ajoutent au taux de capitalisation requis par l'investisseur sur les résultats futurs et se traduisent par une valeur plus faible des titres. A titre d'exemple en utilisant un taux de capitalisation de 10 % hors décote et une prime complémentaire de 5 % pour tenir compte de l'illiquidité, il en résulte une décote d'illiquidité globale de 33 %.

#### IV. — CONCLUSION

La présente analyse n'avait pas pour objet de quantifier toutes les primes et décotes, mais d'analyser les liens étroits existant entre les notions de prime de contrôle, de décote de minorité et d'illiquidité.

Les primes et décotes ne peuvent être appréhendées qu'à partir d'une analyse concrète des situations auxquelles elles se réfèrent. L'analyse des données statistiques est utile bien qu'elle doive être utilisée avec prudence.

Dans certains cas, lorsque l'entreprise est bien gérée et ne fait pas apparaître d'avantages évidents pour tout acquéreur avisé, la prime de contrôle pourra être fortement réduite par rapport aux moyennes statistiques et inversement dans d'autres cas.

La prime de contrôle est définie par rapport à une valeur de référence et seuls des titres cotés et liquides sans anticipation de prise de contrôle peuvent constituer une bonne référence. Des transactions portant sur des minorités de titres non cotés sont peu interprétables car elles conjuguent décote de minorité et d'illiquidité.

Or cette dernière décote peut être plus forte pour une minorité que pour un bloc de contrôle.

A l'inverse, la prime de contrôle sera d'autant plus élevée que les bénéfices privés associés seront importants et parallèlement, il en sera de même pour la décote de minorité sauf dans le cas où un bloc minoritaire peut jouer un rôle pivot dans une bataille pour le contrôle. Mais dans ce cas, il incorpore une partie de la prime de contrôle.

Les investisseurs seront peu attirés par l'acquisition d'un titre d'une société dans laquelle les actionnaires majoritaires tirent du contrôle, des avantages trop importants, qui sont susceptibles d'avoir un impact sur la liquidité.

En effet, pour les actionnaires minoritaires, la liquidité constitue une mesure de la confiance du marché dans la gestion des dirigeants. Plus elle décroît, moins ils auront d'intérêt à supporter des coûts de surveillance pour contrôler cette gestion.

Or, cette incitation est nécessaire au développement des marchés financiers. C'est ainsi qu'une étude internationale a montré que le développement des marchés financiers est directement lié à la protection dont bénéficient les investisseurs et actionnaires minoritaires vis-à-vis des détenteurs du contrôle <sup>9</sup>.

## DISCUSSION

**Monsieur BEZARD.** — Merci, Monsieur le Professeur pour cet exposé très intéressant et très riche sur les avantages et les inconvénients du contrôle et puis sur le calcul de la prime de contrôle. Vous l'avez fait avec prudence, tout en apportant beaucoup de précisions, mais en disant qu'il faut se méfier des statistiques, tout est un peu question d'espèces, n'est-ce pas, si j'ai bien interprété vos analyses. Vous avez fait référence à quelques équations mais vous nous les avez expliqués avec suffisamment de clarté pour que cela ne dérouté pas les juristes que nous sommes. Vous me permettez de dire que j'ai relevé un certain nombre de points importants qui vont permettre peut-être un peu la discussion, d'abord votre observation sur l'arrêt Bolloré, qui est effectivement un arrêt intéressant, qu'a rendu la Chambre commerciale, où il a été précisé qu'il n'y a pas simplement comme vous l'avez rappelé, la valeur du titre mais il y a aussi la prise en compte de la perte du contrôle de certains dirigeants. Il est vrai que c'était une donnée d'espèce un peu particulière parce qu'était concernée une société de capital-risque avec des organismes financiers qu'on avait associé, je ne rentre pas dans le détail de la rupture et de la manière dont elle s'est passée, que les juges du fond et de la Cour de cassation ont trouvé discutables, Mais les exclus ont eu droit, du fait d'avoir perdu ce droit de diriger, d'avoir une indemnité propre par rapport à cette participation au contrôle. D'autre part, vous avez distingué les sociétés cotées des autres.

Dans les premières comme vous l'avez bien signalé, la réglementation fait que finalement la prime de contrôle a une place assez limitée, parce que le rôle des organismes de contrôle de la Bourse, veillent à ce que le traitement soit égal pour

---

9. R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer et R.N. Vishny, Legal determinants of External Finance, cf. *Journal of Finance*, Juillet 1997, pp. 1131-1150.

tous. Je me souviens et certains ici s'en souviennent lorsqu'il y a eu les premiers tollés, il y a un certain nombre d'années, sur les cessions de blocs de contrôle et de garantie de cours, le tollé qu'il y avait eu sur la place financière de personnes qui disaient : mais enfin le contrôle a un prix et on ne peut pas donner à d'autres ce prix ! Il a fallu que les autorités boursières se battent beaucoup pour expliquer et imposer cette solution qui est maintenant consacrée.

D'ailleurs, une partie de la doctrine, Monsieur le Professeur SCHMIDT vous êtes bien d'accord avec moi, souligne qu'il faudrait peut-être, moi je m'interroge, consacrer la même solution quand un contrôleur d'une société fermée cède ses titres, il y a tout une théorie là dessus, donc si vous voulez il y a donc une tendance pour limiter, la place de cette prime.

Vous avez soulevé aussi d'une façon très intéressante le fait que quand il y a un changement de contrôle, il y a une déstabilisation parce que celui qui cède le contrôle avec sa prime, à supposer qu'il ait sa prime, il n'est pas certain, d'être tranquille.

A l'heure actuelle, se multiplient les contentieux, se multiplient les arbitrages, en ce qui concerne les garanties de passif, on invoque souvent le dol dans les cessions, on remet en cause la situation, les retraites des dirigeants antérieurs qui ont cédé, on leur dit : mais Monsieur, c'est une gratification, vous n'avez pas obtenu l'aval de votre conseil d'administration, donc pour les détenteurs, il y a de l'instabilité. Il faudrait d'ailleurs parler effectivement du rôle du juge dans ce cas qui est appelé à intervenir de plus en plus fréquemment pour arbitrer des situations nées de l'exercice du contrôle et de la prise de ce contrôle.

Tous ces problèmes sont difficiles et d'actualité. Je ne doute pas qu'ils susciteront de nombreuses interventions.

Qui prend la parole ? après ces deux intéressantes interventions.

**Monsieur NEVEU.** — En ce qui concerne la prime de contrôle, je crois qu'il est bon de rappeler que le Conseil Constitutionnel s'est prononcé sur le problème lorsqu'il a examiné la loi de privatisation de TF1 et que dans un arrêt du 18 septembre 1986, le Conseil Constitutionnel a très clairement précisé ce qui suit :

*« Le prix d'acquisition d'un ensemble d'actions donnant à un groupe d'acquéreurs le contrôle de la Société doit être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique ».*

Autrement dit le Conseil Constitutionnel a consacré expressément la prime de contrôle et dans la mesure où les décisions du Conseil Constitutionnel s'imposent à toutes les autorités juridictionnelles, il ne semble pas que l'on puisse aujourd'hui remettre en cause cette notion de prime de contrôle et par voie de conséquence de la supprimer totalement dans une hypothèse quelconque. C'est pourquoi je voudrais avoir l'opinion de Monsieur NUSSENBAUM : Peut-on attaquer cette prime de contrôle, compte-tenu de cette décision du Conseil Constitutionnel ?

**Monsieur NUSSENBAUM.** — Je suis tout à fait d'accord avec vous, la référence que vous faites à la décision de 86 est d'ailleurs à ma connaissance la seule référence concernant la prise en compte de la valeur spécifique du contrôle. Mais

dans mon exposé, je n'ai à aucun moment indiqué, qu'il fallait remettre en cause la prime de contrôle, j'ai simplement dit qu'il fallait faire une analyse spécifique du contrôle et que le contrôle comportait des avantages mais aussi des coûts et que sa valeur résultait de la différence entre les avantages et les coûts.

**Monsieur BEZARD** — Je ne sais si quelqu'un veut intervenir là-dessus, je me demande quand même s'il ne faudrait pas regarder cette décision de très près au regard de son contexte.

**Monsieur ARMAND-PREVOST** — Je crois effectivement Monsieur le Président que le contexte était très particulier puisqu'on mettait un terme à une loi sur l'audiovisuel qui avait imposé que personne ne détienne plus de 25 % du capital. Cette exigence légale forçait finalement les actionnaires à organiser entre eux le contrôle pour déterminer une majorité, et rendre possible la gestion de la société. On se trouvait donc dans des circonstances exceptionnelles et je ne suis pas certain qu'on puisse en tirer argument dans les cas, j'allais dire, de sociétés commerciales généralement quelconques.

**Monsieur BEZARD.** — Oui, surtout qu'il y a un autre principe du traitement égal que le Conseil Constitutionnel fait respecter aussi par ailleurs.

**Monsieur HARLES.** — Je voudrais juste rendre compte en fait d'une expérience que j'ai dans mon pays, je ne sais pas si c'est la même chose ici en France. Mais on constate que dans tous ces rachats de sociétés, dans ces prises de contrôle, on peut contractuellement arriver à arranger les relations entre parties et entre actionnaires.

Et quand on regarde les grands contrats américains qui nous sont effectivement, régulièrement transmis, par nos confrères, ces contrats comportent sur les quarantaine ou les cinquantaine de pages, des aménagements du contrôle et la façon dont il va s'exercer, y compris pour les actionnaires minoritaires. Or, au Luxembourg, lorsque l'on veut transposer dans le droit luxembourgeois ces clauses, je constate que malheureusement beaucoup de praticiens interprètent la loi sur les sociétés commerciales et le droit boursier à la lettre et n'acceptent de transposer dans les contrats que ce qui est effectivement prévu et autorisé par la loi. Ils refusent donc, notamment les notaires, de reprendre des clauses contractuelles qui ne sont pas spécialement autorisées par la loi en argumentant souvent de l'ordre public. Vous avez soulevé vous-même la question Monsieur Bézard, tout à l'heure, et je me demande si cette pratique est la même en France, et si effectivement la loi ou les textes sont pris comme des dispositions d'ordre public ou si on laisse encore une large part, dans ces prises de contrôle et dans ces rachats, à la pratique contractuelle ?

**Monsieur BEZARD** — Je ne sais pas qui veut répondre, mais, si vous permettez je pense qu'il ne faut quand même pas prendre toutes les dispositions de la loi de 66 comme d'ordre public surtout l'esprit est à la contractualisation. Nous souhaitons beaucoup que les prochaines réformes soient faites sur cette base. Alors dire qu'on refuse l'application d'une clause parce qu'elle n'est pas prévue dans une loi, dans ces conditions il faut doubler ou tripler le nombre de pages de notre loi, vous comprenez alors qu'on tuerait nos droits européens par complexité si on faisait cela. Ceci dit, il faut voir de quelles clauses il s'agit, les notaires et

autres ont des obligations de conseil qui sont lourdes, qui s'alourdissent malheureusement pour eux, dans ces conditions, ils veulent peut-être, dans un certain nombre de cas, être prudents, alors, je crois que la vérité est peut-être entre les deux.

Il ne faut quand même pas être trop pessimiste, mais enfin il y a sans doute une réticence, effectivement, face à la loi en particulier dans notre pays, là encore, si vous voulez, et, je ne suis pas le seul à exprimer ce point de vue là. Il y a eu pendant très longtemps de la part des praticiens une grande inquiétude quand la solution n'était pas incluse dans une loi. Alors je crois qu'il faut transformer un peu les mentalités, mais il faut effectivement que les pouvoirs publics et les tribunaux donnent l'exemple.

**Monsieur G. BERLIOZ.** — Monsieur le Président, je crois que cela constituerait un réel encouragement pour les praticiens si vos propos annonçaient la fin de la jurisprudence de la Cour de cassation qui considère que les règles de majorité sont intangibles. Je crois que nous serions beaucoup plus aptes à confirmer à nos clients, en particulier les clients étrangers qui nous demandent des lettres d'opinion, que les différentes conventions de vote qui sont habituelles sont maintenant licites et parfaitement légitimes au regard du droit français. Je souhaiterais donc savoir si vous pouvez nous confirmer explicitement votre position.

**Monsieur BEZARD.** — Je constate que le législateur sur ce plan là a évolué sur les conventions de droit vote, ainsi la référence en matière de contrôle, et je crois que ça devrait se poursuivre. Ceci dit la jurisprudence, peut effectivement suivre le mouvement, peut-être quelque fois le précéder, je pense qu'elle a fait preuve de lucidité dans un certain nombre de cas. Mais elle ne peut pas tout faire, vous êtes d'accord avec moi : On nous reproche quelques fois d'aller trop loin, Mais je pense très franchement que la conception générale est dans ce sens de cette évolution et je vois mal un pays s'isoler derrière des règles trop étroites alors que d'autres pays consacrent des solutions très libérales surtout avec le fait qu'on peut installer une société un peu partout librement, et la soumettre à la loi de son choix je ne pense pas qu'on pourrait tenir très longtemps sur des positions trop restrictives. Ceci dit, il y a un minimum de règles à consacrer, à faire respecter, celles qui protègent effectivement les épargnants, il faut délimiter ces règles avec précision mais alors celle-là il faut les appliquer très fermement.

**Monsieur D. SCHMIDT** — Juste un mot ou plutôt une question à Maître BERLIOZ : avez-vous connaissance d'arrêts récents annulant des conventions de vote ?

**Monsieur BERLIOZ** — Le problème à ce point de vue, c'est qu'il est quand même difficile de se fonder sur une désuétude des arrêts antérieurs. Il ne paraît pas prudent de se fonder simplement sur les statistiques jurisprudentielles pour pouvoir dire que la jurisprudence antérieure a été abolie. Vous avez, Monsieur le Président BEZARD rappelé la notion d'intérêt social, et la théorie institutionnelle de la société continue à être consacrée par la jurisprudence de la Cour de cassation. Ceci n'amène pas à un optimisme extrême sur la contractualisation du droit des sociétés. Même dans le rapport MARINI le droit des sociétés reste très marqué par un dirigisme législatif. Monsieur le Président BEZARD vous avez

très opportunément me semble-t-il soulevé le problème de savoir si les notions du droit des sociétés et du droit boursier devraient être identiques. J'en doute personnellement, en particulier en matière de contrôle. Il y a d'ailleurs une contradiction entre le rapport qui a été fait par Monsieur le Professeur NUSSENBAUM et le rapport d'introduction qui traitait du contrôle comme un pouvoir dans les sociétés cotées avec une prime de contrôle qui en matière boursière est interdite. Ceci me semble poser la question de la compatibilité d'une définition d'un contrôle dont la réalité serait démontrée par une prime, dans une situation où en droit français il ne peut pas normalement y avoir de prime. Je crois qu'il faut procéder à une analyse fondamentale de la notion de contrôle, en fonction des objectifs du droit des sociétés, et de la philosophie de la réglementation boursière. Malheureusement le nouveau projet de réforme du droit des sociétés reste dans l'optique dirigiste de la loi 1966 inspirée par Monsieur BLOCH-LAINE. La contractualisation ne me semble pas pour demain.

**Monsieur BEZARD** — Gardez espoir, Maître. Qui prend la parole ?

**Monsieur NUSSENBAUM.** — Je voudrais ajouter un mot sur ce point, pour les économistes qui ne sont pas familiers avec le droit, le problème est relativement simple : il y a des bénéfiques publics c'est-à-dire dont bénéficient tous les actionnaires et la valeur du titre cotée reflète la valeur de ces bénéfiques publics, à savoir les avantages qui sont disponibles pour tous les actionnaires et puis des bénéfiques dit privés dont bénéficient uniquement les actionnaires qui détiennent le contrôle et qui se matérialisent notamment par la prime de contrôle lors des prises de contrôle. En dehors des prises de contrôle, cette prime n'est pas reflétée dans les cours sauf lorsqu'il y a une anticipation de prise de contrôle ; on voit alors le cours monter du fait qu'une partie de la prime est intégrée dans le cours.

**Monsieur R. COLLIN.** — C'est une question pour Monsieur le professeur SCHMIDT. Ne pensez-vous pas que dans la définition de la notion de contrôle au sujet de laquelle vous avez fait allusion à l'ordonnance de 86, il ne serait pas utile de prendre en considération le règlement communautaire sur le contrôle des concentrations qui, à l'article 3.3, donne une définition extrêmement détaillée de la notion de contrôle ? Ma deuxième question est-ce que vous ne pensez pas que ce texte peut être le support d'une harmonisation de la notion de contrôle dans la communauté ?

**Monsieur SCHMIDT.** — S'agissant de la première question, vous avez parfaitement raison. La définition qui est donnée dans le texte communautaire est plus précise que celle qui résulte de l'article 355-1, néanmoins, j'ai tenu à limiter mon propos à l'approche sociétaire du contrôle. Sur le deuxième point, je pense pouvoir dire que la définition du contrôle sera certainement précisée dans le cadre du projet de réforme des sociétés commerciales. Je voudrais en citer une illustration concrète : le Sénat a débattu, il y a trois semaines du projet de loi D.D.O.E.F et dans le texte adopté par le Sénat, il y avait une modification de l'article 355-1 pour y ajouter la prise en compte du Concert. Les Services ministériels, ont fait savoir qu'ils étaient d'accord sur le principe de cette modification mais qu'ils souhaitaient que cette modification intervienne non pas dans le D.D.O.E.F mais dans la grande loi de réforme sur les sociétés commerciales. Donc les choses vont dans le sens que vous souhaitez.

**Madame Marie-Charlotte PINIOT.** — Ma question s'adresse également au Professeur SCHMIDT.

Elle porte sur les différentes définitions du contrôle puisque les problèmes viennent de l'existence de plusieurs notions et définitions du contrôle.

J'ai noté, Monsieur le Professeur que dans votre exposé vous étiez passé alternativement de la définition de l'article 355-1, de la loi de 1966, celle du strict droit des sociétés, à la définition de l'article 357-1 de la même loi, qui est celle du contrôle pour l'établissement des comptes consolidés.

Cette seconde définition est intéressante notamment parce qu'il s'agit d'une définition européenne, puisqu'elle est issue de la 7<sup>e</sup> directive sur les comptes consolidés. L'objectif était de donner aux sociétés des normes et des règles pour savoir quand elles devaient procéder à une consolidation - autrement dit déterminer à partir de quel moment une société devait être tenue de consolider dans ses comptes ceux des sociétés sous son contrôle -, et comment consolider - c'est-à-dire quelle méthode de consolidation retenir en fonction du niveau de contrôle ou de participation de la société consolidante sur la société consolidée. Ceci explique que les définitions de l'article 357-1 soient empreintes d'un pragmatisme que l'on ne retrouve pas dans les dispositions plus classiques de la loi ainsi que du souci de cerner la réalité économique.

Vous avez souligné, Monsieur le professeur, qu'il était envisagé un rapprochement entre ces définitions, par exemple avec la prise en considération dans l'article 355-1 du pouvoir de désigner les membres du conseil.

Jusqu'où selon vous peut aller ce rapprochement ?

Pour préciser ma question, je m'adresserais aussi, avec votre autorisation, Monsieur le professeur, à l'avocat des investisseurs.

Ce qui intéresse les actionnaires, les investisseurs, c'est la valeur actionnariale : elle est désormais reconnue dans les concepts du gouvernement d'entreprise. Or, cette valeur s'apprécie - les experts comme les entreprises nous le disent - à partir des comptes consolidés. Les actionnaires-investisseurs vont donc trouver logique que soit admise, pour l'application de la réglementation boursière, la définition du contrôle qui gouverne l'information financière à laquelle ils sont invités à se référer, c'est-à-dire celle des comptes consolidés, celle de l'article 357-1.

D'un autre côté, en matière boursière, la sécurité juridique des opérations - impératif largement évoqué à l'occasion de l'affaire qui a donné lieu au récent arrêt de la cour d'appel de Paris auquel on peut ajouter celui de la prévisibilité - commande une définition du contrôle dans l'article 355-1 suffisamment précise, non sujette à contestation et qui interprétée strictement compte tenu des obligations patrimoniales qui en résultent pour les sociétés concernées. Or, les définitions très pragmatiques de l'article 357-1 laissent une marge d'appréciation à l'entreprise et à son commissaire aux comptes, une entreprise pouvant être laissée en dehors de la consolidation s'il est justifié en annexe d'une situation réelle différente de la situation apparente.

Si ces considérations n'interdisent pas de rechercher un rapprochement - qui me paraît souhaitable - entre les différentes définitions du contrôle, ne pensez-vous

pas que ce rapprochement est limité par l'impératif de sécurité juridique qui a été évoqué ?

**Monsieur SCHMIDT.** — Je vous réponds dans une minute, Madame PINIOT.

**Monsieur J. PAILLUSSEAU.** — J'aimerais compléter la question que vous avez posée, parce que comme on l'a observé à plusieurs reprises, il y a autant de définitions du contrôle dans ce pays qu'il y a de textes qui s'y réfèrent. En outre, il y a une chose que j'observe depuis une trentaine d'années, c'est l'évolution de la notion de contrôle. Il y a trente ans, le contrôle était assimilé à la possession d'une majorité de votes dans les assemblées d'associés. Ainsi, contrôlaient une société ceux qui étaient majoritaires dans les assemblées. Puis, trop souvent, à mon sens, on a confondu dans les textes la notion de contrôle et les présomptions de son existence. Ainsi, l'article 355-1, malgré le titre qui le précède (Définitions) et l'article 357-1 (pour la consolidation des comptes) ne donnent pas des définitions du contrôle, mais établissent simplement des présomptions de son existence (présomptions simples ou irréfragables). Or, j'observe, en particulier pour les comptes consolidés, mais pas uniquement, l'évolution est plus générale, que si la première norme IASC sur les comptes consolidés, il y a vingt ans, se référait à une notion de contrôle qui l'assimile à la possession d'une majorité de votes dans les assemblées, la nouvelle norme qui lui est substituée assimile le contrôle au pouvoir dans la société, au pouvoir dans l'entreprise. Cette nouvelle approche rejoint celle que l'on constate dans le droit de la concentration et de la concurrence comme vient de le souligner Maître Collin. C'est la raison pour laquelle j'ai souhaité compléter la question que vous avez posée à mon collègue Dominique SCHMIDT.

**Monsieur SCHMIDT.** — Je remercie mon collègue Jean PAILLUSSEAU, d'avoir déjà apporté à Madame l'Avocat général une partie des réponses que sa question appelait. Madame l'Avocat général, vous avez longtemps travaillé au Conseil national de la comptabilité pour connaître ces questions et également les réponses. Les textes sur la consolidation (art. 397 et s.) ont été introduit dans notre droit en Janvier 1985, En Juillet 1985, c'est à dire 6 mois plus tard, le législateur modifie l'article 355-1 en oubliant qu'il avait en Janvier de la même année défini le contrôle au sens de la consolidation, de sorte que nous sommes en présence, à 6 mois d'intervalle, de deux textes voisins, les articles 355 et 357, qui ne disent pas la même chose. Lorsque vous dites qu'il serait utile de trouver une définition harmonisant l'ensemble, vous avez parfaitement raison, d'autant plus que le besoin de sécurité juridique se fait évidemment sentir. Mais cette sécurité juridique peut être trouvée de deux façons ; la première est d'avoir un texte précis et s'y tenir, la seconde est d'avoir un texte qui correspond à une réalité économique. On peut faire une lecture juridique, on peut faire une lecture économique de la notion de contrôle. Si l'on opte pour une approche notionnelle du contrôle, on aura un texte précis dont on ne pourra pas sortir et qui ne permettra pas d'englober toutes les situations. Si on a une approche fonctionnelle de la notion de contrôle, ce sera au détriment de la sécurité juridique mais ce sera au bénéfice de la réalité économique.

**Monsieur G. TEBOUL.** — J'avais 2 questions à poser, l'une à Monsieur le président BEZARD et l'autre à Monsieur le Professeur NUSSENBAUM.

Pour Monsieur le Président BEZARD, vous avez dit tout à l'heure qu'il existait de plus en plus à votre avis deux droits des sociétés, l'un des sociétés cotées et l'autre des sociétés non cotées. Que pensez-vous de l'hypothèse assez répandue d'une société holding non cotée qui détient le contrôle d'une société cotée ?

Pour Monsieur le Professeur NUSSENBAUM, sur le problème du contrôle : L'hypothèse est celle de l'abus de majorité, et de la détermination de la prime de contrôle en cas d'abus de majorité : Il s'agit par exemple d'une holding non cotée, qui détient le contrôle d'une société cotée. La personne qui contrôle la holding, c'est-à-dire l'actionnaire majoritaire de la holding non cotée, à la suite d'un abus de majorité, va vider cette société de sa substance en transférant toutes ses activités, et notamment les conventions de holding, dans une autre structure, en usant de son droit d'actionnaire majoritaire. Ainsi, la société holding détient le contrôle d'une filiale cotée, mais cette holding n'exerce plus aucun pouvoir, dès lors que la convention de direction et de contrôle est exercée par une autre structure. Je pense que dans cette hypothèse, il doit être difficile de déterminer la prime de contrôle lorsque l'on doit évaluer la valeur de cette société non cotée, qui est la holding.

**Monsieur NUSSENBAUM.** — En fait, je ne vois pas très bien quoi répondre à votre question si ce n'est qu'il faut tenir compte de la situation de fait : si le contrôle a été transféré, et si tous ses avantages ont été transférés, on est devant une situation pour laquelle le contrôle résiduel n'aura ni grand intérêt, ni beaucoup de valeur. Il est également exact que la valeur du contrôle au niveau de la société holding non cotée va s'apprécier différemment de celle du contrôle de la société cotée, mais il faut aussi s'interroger sur l'impact de l'existence d'une holding non cotée sur la liquidité des titres de la société cotée parce que vraisemblablement elle doit affecter la liquidité de ces titres, donc entraîner aussi des décotes.

Je voulais d'ailleurs, revenir sur un point à ce propos, puisque on a fait allusion tout à l'heure à un texte de 1986 qui définissait une valeur spécifique pour le contrôle, il faut bien voir qu'à ma connaissance c'est le seul et que dans les autres textes qui traitent de l'évaluation des titres lors des retraits obligatoires, il n'est fait aucune allusion, ni à la situation minoritaire ni majoritaire, puisqu'il est dit que les titres doivent être évalués en fonction des méthodes retenues pour évaluer les actifs. Il s'agit donc de gommer la situation spécifique de l'actionnaire minoritaire. Faut-il alors en déduire qu'il faut le ramener à la situation d'un actionnaire minoritaire d'une société cotée liquide ou inclure pour une certaine part la valeur éventuelle du contrôle. Je laisserai cette question au professeur SCHMIDT. De mon point de vue, il s'agit de faire comme si le titre était liquide et donc demander à l'expert de dire qu'elle serait sa valeur sur un marché fonctionnant normalement ce qui sous entend dans la majeure partie des cas, indépendamment de toutes primes de contrôle.

**Monsieur BEZARD** — Je suis convaincu, maître, qu'il y a éclatement en fait et de plus en plus clairement en droit entre la réglementation applicable aux sociétés fermées et celle concernant les sociétés ouvertes. Pour ces dernières le poids des autorités boursières et de la COB est de plus en plus lourd. Elles créent des règles hors loi des sociétés qui comptent plus en fait que le droit des sociétés car elles veillent attentivement à leur respect et elles colonisent le droit des

sociétés, car tout ce qui est dynamique dans ce droit vient, ces dernières années, de l'initiative de ces autorités et du Ministère des finances. Certes il y a des dispositions communes applicables aux sociétés ouvertes et fermées: dispositions concernant les dirigeants, les assemblées, les commissaires aux comptes, bien que, même sur ces points, les sociétés ouvertes soient soumises à des dispositions spécifiques complémentaires. Ce qu'il faut souligner aussi c'est que la loi de 1966, faite par des juristes, cherche avant tout la sécurité juridique au dépens du réalisme. La réglementation boursière qui pénètre de plus en plus la loi des sociétés est plus proche du réalisme car elle est élaborée et appliquée par des gens qui sont sur le terrain. Je pense que ce réalisme va se développer de plus en plus dans les solutions de la loi de 1966. L'efficacité de l'action des sociétés et de la protection des investisseurs est à ce prix. Les prochaines réformes confirmeront cette évolution. On le constatera d'ailleurs lorsque pour lever les problèmes posés par la définition du contrôle on reverra ce texte. J'ajouterai pour terminer que la jurisprudence s'efforçant de trouver une juste mesure entre sécurité et réalisme, dans le respect des textes, prend en compte dans les contentieux concernant les sociétés fermées, les notions de transparence, loyauté, égalité de traitement, qui pèsent de plus en plus fortement dans la pratique et le contentieux des sociétés cotées. Dès lors les réglementations se spécialisent et s'écartent mais la jurisprudence consacre et développe des principes communs applicables aux différents types de sociétés.

**Monsieur Pierre GODE** — Pour les spécialistes de marché, une société est contrôlée ou n'est pas contrôlée. Il y a des sociétés contrôlées, d'une part, il y a des sociétés non contrôlées, c'est-à-dire des sociétés « opéables », d'autre part, Je me demandais en écoutant mon ami Dominique SCHMIDT si, par opposition, dans le domaine juridique toute société était contrôlée ; autrement dit est-ce que les définitions du contrôle sont des définitions de frontières entre sociétés contrôlées et sociétés non contrôlées - ou des définitions de catégories opposant le(s) actionnaire(s) ayant le contrôle à ceux qui ne l'ont pas ?

S'il y a sous l'angle juridique, des sociétés non contrôlées, quel est leur régime et quels sont leurs particularités par rapport aux sociétés contrôlées ?

**Monsieur D. SCHMIDT**. — Votre question va très loin, surtout dans sa seconde partie, Je pense que ce régime juridique propre des sociétés contrôlées sera abordé dans la suite de nos débats, notamment par Madame Frison-Roche, qui s'intéressera aux droit des minoritaires. En réponse à la première partie de votre question, je dirai que le marché, lui, sait faire la distinction. Il n'a pas besoin des règles juridiques. Les règles juridiques sont invoquées lorsqu'on est devant les autorités boursières et devant la Cour d'appel, et souvent on a l'impression d'être en décalage par rapport au jugement porté par le marché lui-même qui se traduit dans le cours. Votre intervention ne fait qu'appeler de façon plus pressante encore que l'on réfléchisse mieux et davantage à la notion de contrôle et qu'on arrive à une conception unitaire et réaliste.

**Monsieur BEZARD**. — Merci Monsieur le Professeur, Je suis obligé d'arrêter là ce débat. Mais il est prévu que nous aurons une autre discussion un peu plus tard.