

NOUVELLES FORMES DE FONDS PROPRES ET GOUVERNEMENT DE L'ENTREPRISE

PHILIPPE DESBRIÈRES *

Parmi les multiples innovations financières de la dernière décennie, il est très frappant de constater la prolifération de valeurs mobilières représentatives de fonds propres qui se caractérisent par un niveau de complexité élevé. Aux côtés des obligations (convertibles ou remboursables en actions, voire en certificats d'investissement), éventuellement subordonnées et assorties de bons de souscription (d'actions ou d'obligations), on trouve des actions sans droit de vote ou à droits de vote multiples, elles-mêmes assorties de bons de souscription d'actions ou d'obligations...

On peut s'interroger sur les motifs poussant les firmes et les investisseurs à respectivement émettre et souscrire de telles valeurs mobilières. Il faut bien reconnaître que la théorie financière classique reste sans réponse. C'est en intégrant la nature des relations contractuelles entre les différents partenaires impliqués dans le financement et la gestion de la firme que l'on obtient quelques réponses. Il apparaît en effet que ces valeurs mobilières sont d'autant plus complexes et sophistiquées que les catégories homogènes d'agents concernés (dirigeants, actionnaires de référence, petits actionnaires, prêteurs...) sont nombreuses et ont des intérêts contradictoires. Il est donc nécessaire de se référer au cadre théorique fourni par la théorie de l'agence pour appréhender les spécificités et l'utilité de ces valeurs mobilières dans le système de gouvernement de l'entreprise.

Nous distinguerons les actifs financiers qui favorisent la concentration du pouvoir entre les mains des actionnaires de référence (sans que ceux-ci n'aient besoin d'accroître leur investissement en fonds propres), des titres auxquels sont attachés des options de conversion ou de souscription de valeurs représentatives de fonds propres (actions, certificats d'investissement...). La première partie traitera donc du rôle des nouvelles formes de fonds propres dans les relations d'agence entre catégories d'actionnaires (dont peuvent faire partie les dirigeants). La seconde intégrera le jeu

81

* Professeur à l'Université de Bourgogne.

des titres introduisant un actionariat virtuel. L'article s'achèvera sur une mise en perspective de ces valeurs mobilières dans le système général de gouvernement de l'entreprise. Une de nos préoccupations est de fusionner les caractéristiques françaises de ces nouvelles formes de fonds propres avec notre problématique et les travaux scientifiques qui y ont été consacrés. Cette littérature étant peu fournie, surtout pour la deuxième partie de l'article, nous étayerons parfois nos propos à l'aide de cas réels d'utilisation de ces modes de financement, notamment les opérations à effet de levier (LBO) visant l'acquisition ou la conservation du contrôle de l'entreprise qui se caractérisent par d'importants enjeux de pouvoir et de contrôle.

§ 1. - *Les valeurs mobilières permettant de dissocier l'exercice du pouvoir de la détention des titres*

Le recours à ces titres est l'apanage des entreprises caractérisées par des enjeux de pouvoir entre actionnaires internes (les fondateurs et cadres dirigeant la firme) et actionnaires externes (public, sociétés de capital investissement, industriels...).

La théorie de l'agence fait traditionnellement référence à trois sources principales de conflits entre dirigeants et actionnaires, que l'on peut adapter pour identifier l'origine des relations conflictuelles entre actionnaires internes et externes : la moindre diversification du patrimoine (capital financier et humain) des premiers qui peut conduire ceux-ci à sous-investir (en volume comme en niveau de risque) ; les divergences d'horizon d'investissement pouvant conduire les actionnaires-dirigeants à ajuster leur stratégie en fonction de leur durée de présence probable à la tête de l'entreprise ; les prélèvements effectués par ces derniers au détriment de la richesse des actionnaires externes. La convergence des intérêts est théoriquement assurée par le système de contrôle du comportement des dirigeants qui comporte des mécanismes externes à l'entreprise (marché des biens et services ; marché des prises de contrôle ; marché des sources de financement ; marché du travail des dirigeants ; environnement légal politique et réglementaire) complétés par des mécanismes internes (contrôle exercé par les actionnaires externes ; surveillance mutuelle entre dirigeants ; conseil d'administration...) ¹.

Un problème particulier se pose toutefois lorsqu'un actionnaire (groupe des dirigeants, société de capital investissement...) désire acquérir ou conserver le contrôle de l'entreprise alors que sa participation en fonds propres ne lui en donne pas les moyens *a priori*. C'est dans ce contexte

¹ Pour une synthèse de la littérature en langue française, voir Charreaux (1987, 1992).

que peuvent intervenir les actions sans droits de vote qui dissocient l'exercice du pouvoir de la détention des titres de propriété. Des clauses statutaires peuvent aussi créer des actions à droits de vote double ou limiter le nombre des droits de vote pour certains actionnaires.

A. - Les titres de propriété sans droit de vote

Il s'agit des actions à dividende prioritaire sans droit de vote et des certificats d'investissements dont les droits de propriété sont atténués puisque leurs détenteurs ne jouissent pas du droit de vote dont peuvent se prévaloir les autres actionnaires.

1. - Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADPSDV)

Créé par la loi du 13 juillet 1978, le régime des ADPSDV a été considérablement assoupli par la loi du 3 janvier 1983. Ces actifs financiers peuvent constituer un mode de financement par fonds propres pour les firmes² dans lesquelles la coalition au pouvoir ne souhaite pas subir de dilution des droits de vote. En contrepartie de la rémunération prioritaire dont ils bénéficient³, les détenteurs de ces titres sont privés du droit de vote dans les assemblées générales. Cette suppression du droit de vote reste cependant conditionnelle : si les dividendes prioritaires dus au titre des trois derniers exercices ne leur ont pas été intégralement versés, les titulaires d'ADPSDV retrouvent leur droit de vote et le conservent jusqu'au terme de l'exercice au cours duquel les dividendes prioritaires dus auront été intégralement versés. De plus, les porteurs d'ADPSDV peuvent être réunis en assemblée spéciale où seront soumises à leur approbation les décisions modifiant leurs droits, ainsi que les projets de fusions et scissions auxquelles participerait la société émettrice.

83

Les ADPSDV ne peuvent être souscrites que par les actionnaires externes de la firme qui ne sont pas mandataires sociaux. La loi interdit en effet au président, aux membres du conseil d'administration, aux directeurs généraux, aux membres du directoire et du conseil de surveillance d'une SA ainsi qu'aux gérants d'une SCA de détenir des ADPSDV émises par leur société.

La logique est la même dans les montages du type LBO : les ADPSDV sont attribuées aux partenaires financiers actionnaires du holding. Le

² Les ADPSDV peuvent être créés par augmentation de capital ou par conversion d'actions ordinaires.

³ Les titulaires jouissent d'une priorité pour la distribution d'un premier dividende par rapport à tous les autres actionnaires. Le taux des ADPSDV ne peut être inférieur à 7,5% du montant libéré de ces actions et le dividende prioritaire ne peut être inférieur au premier dividende alloué aux actions ordinaires (ou à celui versé le cas échéant aux actions privilégiées, s'il est plus élevé).

levier juridique provoqué par la société holding est alors amplifié par le fait que la coalition majoritaire (interne ou externe) y détient un pourcentage de droit de vote supérieur à sa participation en capital. Toutefois, la création d'ADPSDV n'étant permise qu'aux sociétés ayant réalisé des bénéfices distribuables au cours des deux derniers exercices, le recours à ces actifs financiers dans les montages interdit toute création de holding *ad hoc*. Aussi, à moins de renoncer à l'utilisation d'ADPSDV, la participation dans le capital de la cible ne peut être acquise que par une société holding bénéficiaire préexistante depuis au moins deux ans. Un problème peut alors apparaître puisqu'en contrepartie d'un levier juridique accru, le montage intégrera de fait les anciens actionnaires du holding, dont les intérêts ne sont pas forcément homogènes et compatibles avec ceux des investisseurs qui prendront part au financement de l'opération⁴. On peut certes envisager la conversion en ADPSDV des actions détenus par les minoritaires historiques s'opposant à l'opération, de manière à les écarter de la vie sociale du holding. Mais les contraintes légales qui pèsent sur ce type de conversion conduisent à une utilisation assez rare de cette technique⁵. Il s'avère donc important que, préalablement à la prise de participation du holding dans le capital de la cible, les repreneurs (ou certains d'entre eux) rachètent les titres des anciens actionnaires qui ne partagent pas l'intérêt de l'opération. Si cela n'est pas possible, le montage ne sera viable que si toutes les sources de conflits entre les minoritaires historiques de la société holding et les partenaires financiers de la reprise sont minimisées à l'aide de clauses contractuelles prévoyant les modalités de leur sortie dans le cas où l'une ou l'autre des parties verrait ses intérêts non respectés⁶.

84

2. - Le démembrement des actions du holding

Une action est constituée de deux éléments : un certificat d'investissement (CI) et un certificat de droit de vote (CDV), le premier représentant les droits pécuniaires attachés à celle-ci (droits aux dividendes, aux réser-

⁴ La présence de prêteurs aussi bien dans la société holding que dans la cible amplifie encore ce problème. La nature des sources de conflits entre actionnaires et créanciers et leurs modes de résolution sont présentés dans le § 2.

⁵ Il n'existe en effet aucun moyen pour contraindre tel ou tel actionnaire à accepter la conversion de ses actions en ADP. De plus, l'offre de conversion doit s'adresser à tous les actionnaires, en même temps et à proportion de leur participation dans le capital de la société. Sauf arrangement préalable, ce traitement égalitaire peut conduire à rendre impossible la conversion de toutes les actions détenues par certains investisseurs. Enfin, les ADPSDV ne peuvent représenter plus du quart du capital social de l'émetteur.

⁶ Notons que le rachat des ADPSDV n'est possible que s'il a été prévu dans les statuts de la société avant l'émission et si tous les dividendes prioritaires dus ont été versés. La société émettrice peut aussi proposer à leurs détenteurs de les convertir en actions ordinaires.

ves et au boni de liquidation), l'ensemble des autres droits (notamment le droit de vote aux assemblées) étant représentés par le second.

Institués par la loi du 3 janvier 1983, les certificats d'investissements résultent du fractionnement des droits attachés aux actions. Ils représentent le même intérêt que les ADPSDV lorsque l'actionnaire de référence désire lever des fonds propres sans diluer ses droits de vote. Cependant, contrairement à celles-ci, un droit de vote est créé lors de l'émission de chaque CI et réparti entre les actionnaires⁷. Leur utilisation paraît aussi pertinente dans les montages à effet de levier où l'on cherche à accroître le levier juridique lorsque les initiateurs de l'opération visant le contrôle d'une firme ont saturé leur capacité d'apport, ou lorsque les majoritaires actuels désirent se prémunir contre toute tentative de prise de contrôle. Toutefois, la loi ne prévoyant l'émission de CI qu'à l'occasion d'une augmentation de capital ou par fractionnement d'actions existantes, il est exclu de les créer lors de la constitution de la société holding. Aussi, il est nécessaire d'utiliser une société préexistante comme holding de reprise, avec toutes les contraintes qui viennent d'être présentées.

D'autres contraintes limitent le recours aux CI. Premièrement, les CI doivent être créés lors d'une augmentation de capital et non pas à partir du démembrement d'anciennes actions. En effet, les dispositions prévoyant la reconstitution immédiate et de plein droit des actions lorsqu'une même personne détient à la fois des CI et des CDV conduisent en pratique à interdire la création des CI par fractionnement d'actions existantes (une fois démembrées, elle seraient immédiatement reconstituées). Deuxièmement, l'émission des CI est limitée au quart du capital social de l'entreprise. Bien que cette limite légale propre aux CI n'implique pas que soient prises en compte les ADPSDV qui auraient été émises antérieurement, un arrêt récent de la Cour de cassation a condamné le cumul entre l'émission de ces dernières dans la limite du quart du capital social et de CI dans cette même limite. Troisièmement et plus généralement, on peut se demander si le coût de ces instruments n'est pas excessif eu égard à l'objectif que l'on veut atteindre. Il faut évidemment rémunérer l'abandon des droits de vote par les actionnaires à un coût d'autant plus élevé que ceux-ci sont vitaux pour la conservation ou l'acquisition du pouvoir. Le dividende versé à ces titres (supérieur à celui des actions dans le cas des ADPSDV) rapporté à leur

⁷ Les nouveaux CDV (créés uniquement dans les sociétés par actions, SA ou SCA) doivent être répartis entre les actionnaires et, s'il en existe, les titulaires des anciens certificats de droit de vote en proportion de leurs droits. Les intéressés peuvent toutefois renoncer à leurs droits au profit des autres titulaires ou de certains d'entre eux. Les CI sont des titres négociables. En principe, un CDV ne peut être cédé que s'il est réuni à un CI et la cession ainsi réalisée entraîne reconstitution de l'action.

valeur de marché très décotée⁸ permet en effet à leurs souscripteurs d'obtenir une rentabilité largement supérieure à celle des actions ordinaires. Ainsi, la rémunération de ce capital non-votant obérera d'autant la capacité d'autofinancement de la firme, au risque de limiter sa croissance.

Le recours aux ADPSDV et aux CI, assez contraignant, semble plus particulièrement adapté pour régler à la marge un problème de répartition du pouvoir. Par exemple, afin de concentrer radicalement la majorité des droits de vote entre leurs mains, les dirigeants minoritaires en capital ont d'avantage intérêt à transformer leur société en société en commandite par actions⁹. En effet, la coalition au pouvoir ou leurs représentants peuvent parvenir à exercer une gérance commanditée qui peut être quasi irrévocable : il suffit en effet de prévoir une révocation à l'unanimité des associés, y compris le(s) gérant(s) commandité(s). Ce pouvoir quasiment illimité a théoriquement une contrepartie : les commandités sont indéfiniment et solidairement responsables du passif social. Cependant, cette contrainte est en pratique souvent détournée puisque dans la plupart des cas, sont nommés gérants commandités des personnes morales (SARL ou une SA) dont les associés (l'équipe de direction) ont une responsabilité limitée. Avec cette technique, adoptée notamment par Siparex, Casino, Yves Saint Laurent, Castorama et GSI, une compétence technocratique peut s'exercer pleinement sans qu'il soit recouru à la détention d'un capital¹⁰.

⁸ Plusieurs études ont été réalisées qui montrent une décote moyenne significative entre le cours du CI et celui de l'action. Elle est voisine de 20% pour la France. Cf. Ginglinger (1991), p.250 et s. ainsi que Harris et Raviv (1988b), p.204-205.

⁹ Dans les montages destinés à verrouiller le capital ou à prendre le contrôle d'une société, elle produit un effet de levier juridique considérable, la majorité des actions pouvant être placées auprès des investisseurs extérieurs qui seront commanditaires. Les règles de fonctionnement de la SCA en font aussi une arme anti-OPA efficace. En effet, si les actions des commanditaires sont cessibles et négociables, tel n'est pas le cas en ce qui concerne les parts des commandités. Ainsi, un assaillant ne pourra devenir que simple commanditaire. Il ne pourra donc pas révoquer le gérant commandité et s'imposer à cette fonction, ce qui empêche pratiquement toute prise de contrôle d'une commandite.

¹⁰ Tous ces éléments expliquent la traditionnelle réticence de nombreux investisseurs à l'égard des commandités, qui s'est accentuée lors des deux récentes opérations sur les SCA d'Yves Saint Laurent et de l'OCP. Aussi, nombreuses sont les commandites qui, afin d'assurer leurs actionnaires que l'entreprise était gérée au mieux de leurs intérêts, ont adopté ces dernières années des statuts qui rééquilibrent les pouvoirs. Certaines SCA, telles Yves Saint Laurent ou Entreprise et Partenaires (société de capital investissement), ont donné à leur conseil de surveillance ou à l'assemblée de leurs commanditaires un véritable droit de regard sur les investissements de l'entreprise. La plupart ont surtout cherché à inclure dans leurs statuts des clauses permettant de contrôler et de sanctionner la gestion de la firme. Par delà ces réticences, le Règlement général du CBV impose le dépôt d'une offre publique de retrait en cas de transformation d'une SA en SCA lorsque le groupe majoritaire détient au moins les deux tiers des droits de vote. Cette disposition légale oblige donc les actionnaires majoritaires à racheter les titres des minoritaires en désaccord avec l'abandon de prérogatives induit par le changement de statut de société.

B. - Les clauses statutaires et extrastatutaires

La coalition majoritaire dispose de moyens supplémentaires pour renforcer son contrôle sur la firme. Pour cela, doivent être introduites dans les statuts de la société des clauses la faisant bénéficier, ainsi qu'à certains autres actionnaires, d'un vote double, ou limitant le nombre de droits de vote dont peut se prévaloir un même investisseur.

1. - Les actions à droit de vote double

Un droit de vote double peut être attribué par les statuts ou par une assemblée générale extraordinaire à toutes les actions qui sont simultanément nominatives et entièrement libérées (art. L 175 de la loi du 24 juillet 1966). Ce droit ne peut être accordé qu'aux actions inscrites au nom d'un même titulaire depuis deux ans au moins (ce délai ne peut être supérieur à quatre ans pour les sociétés cotées). Toutefois, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, le droit de vote double peut être accordé dès leur émission aux actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire en raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

Dès lors que le droit de vote double est institué, tout actionnaire répondant aux conditions requises peut en bénéficier. Les statuts ne sauraient valablement écarter tel actionnaire ou telle catégorie d'actionnaires (exception faite du cas, prévu par la loi, où une clause des statuts réserve le bénéfice du droit de vote double aux actionnaires français et aux ressortissants d'un Etat membre de la CEE).

D'une manière générale, l'attribution de droits de vote double favorise la concentration du pouvoir entre les mains d'actionnaires constituant une coalition lorsque les actions des minoritaires ne respectent les conditions nécessaires à l'obtention d'un droit de vote double. Le montage du RES sur Gravograph (la plus grosse opération réalisée sur une société cotée en 1991) a astucieusement cumulé entre les mains des repreneurs les droits de vote double, les droits de vote de CI (souscrits par les financiers après création du holding de contrôle) et ceux attachés à des actions dont ils obtinrent l'usufruit. Les dirigeants et cadres parvinrent ainsi à détenir 59% des droits de vote du holding avec seulement 16% de ses actions. De plus, cette technique est très utile pour se protéger contre toute tentative de prise de contrôle lorsque les conditions sur les titres et leurs porteurs sont remplies. En effet, le droit de vote double cesse de plein droit en cas de transfert de propriété ce qui garantit la dilution des droits de vote des éventuels agresseurs. Cette mesure anti-OPA a été adoptée en 1993 par la Société Générale.

Dans une problématique de contrôle, il est nécessaire que les droits de

vote double ne soient pas trop éparpillés en dehors des actionnaires «amis». Dans ce cas de figure, la firme prendrait le risque de voir se développer une coalition poursuivant des objectifs différents de ceux définis initialement. C'est cette crainte qui a amené les dirigeants de l'Air Liquide à supprimer en mai 1993 les droits de vote double dont bénéficiaient jusqu'alors 5 000 titres. Conformément à la loi, cette décision a dû être approuvée à la majorité des deux tiers par les actionnaires bénéficiant des droits de vote (réunis en assemblée spéciale), puis par l'AGE qui a voté (elle aussi à la majorité des deux tiers) la suppression des alinéas concernés dans les statuts de la société. Parallèlement, la société offrira aux actionnaires les plus fidèles (ceux qui ont conservé leurs titres pendant plus de deux ans) un dividende majoré de 10%. Cette deuxième décision devrait renforcer la stabilité de l'actionnariat de l'Air Liquide ¹¹.

Si l'on se réfère aux opérations réalisées avec utilisation d'une société holding, la technique des droits de vote double ne semble applicable que dans deux cas de figure : 1) montage d'une reprise dans le cadre d'un RES, la société holding pouvant par dérogation émettre des actions à droits de vote double dès sa création ¹²; 2) utilisation d'une société préexistante comme holding, dont les repreneurs sont déjà actionnaires. Ceux-ci profiteront seuls du droit de vote double attaché à leurs actions (nominatives et entièrement libérées depuis plus de deux ans), les nouveaux actionnaires externes ne pouvant pas en bénéficier (actions libérées depuis moins de deux ans). Les éventuels autres actionnaires historiques qui désireraient demeurer passifs pourront alors renoncer, définitivement ou temporairement, à leur droit de vote double. Cette renonciation ne sera cependant valable que si elle est autorisée par les statuts.

88

2. - La limitation du nombre de voix ou les «pilules empoisonnées»

Le poison distillé tient au fait que dans le cadre d'une clause statutaire (appelée *poison pill* par les financiers anglo-saxons), on instaure une

¹¹ Sur l'existence de clientèles d'actionnaires pour les politiques de dividende pratiquées par les entreprises, voir Desbrières (1988a, 1988b).

¹² Le bénéfice du droit de vote double ne pouvant être réservé aux seuls salariés repreneurs, il faut éviter que l'accession de non-salariés au droit de vote double fasse perdre aux premiers le contrôle de la firme ou le niveau de participation les assurant du régime fiscal de faveur. Il leur faut alors souscrire, dans un premier temps, la totalité des actions du holding de reprise (actions qui auront un droit de vote double) puis, dans un second temps, céder aux investisseurs extérieurs et aux anciens actionnaires les titres qui leur sont destinés (qui n'auront qu'un droit de vote simple du fait du transfert de propriété). Grâce aux droits de vote double, les salariés repreneurs parviendront à détenir plus du tiers des droits de vote dans la société holding (pour bénéficier du régime fiscal prévu en leur faveur), en ne disposant que d'un peu plus du cinquième du capital. Notons que le droit de vote double subsiste en cas d'apport des actions à une superholding civile ou à un fond commun de placement.

limitation du nombre des droits de vote concentrés entre les mains des actionnaires externes ou indésirables. Il s'agit donc d'un dispositif anti-OPA qui a pour but d'éviter la dilution du pouvoir de la coalition en place lorsque l'actionnariat de la firme est dispersé. Il trouve un écho particulier depuis la suppression le 1^{er} juillet 1991 des droits de vote liés aux actions d'autocontrôle¹³.

Cette clause, qui permet de limiter l'influence des gros porteurs d'actions aux assemblées, doit fixer le nombre maximal de voix dont jouissent les actionnaires. La loi n'imposant aucun chiffre, les statuts peuvent fixer librement le plafond des voix qui devra être respecté. Ils peuvent limiter les voix à un nombre déterminé (10, 50, 100...), à une certaine proportion (5%, 15%, 30%...) ou encore accorder aux actionnaires un nombre de voix proportionnellement décroissant (dix voix pour les dix premières actions, une voix supplémentaire de dix à cinquante actions, une voix supplémentaire de cinquante à cent cinquante actions et ainsi de suite). Rien n'interdit de distinguer entre les assemblées et de limiter le nombre de voix seulement dans les assemblées ordinaires ou seulement dans les assemblées extraordinaires. La limitation doit être imposée à tous les actionnaires sans distinction de catégorie.

Cette disposition a déjà été utilisée en 1987 par le groupe Pernod Ricard, qui limita à 30% la proportion des droits de vote pouvant être exprimés par un même actionnaire, quel que soit son taux de participation dans le capital. De telles clauses statutaires ont été adoptées en 1989 par Lafarge-Coppée et par la CGE (aujourd'hui Alcatel Alsthom). Cette dernière a abaissé le seuil de 25% (fixé en octobre 1987) à 8% pour les droits de vote simple et 16% pour les droits de vote double (essentiellement détenus par l'Etat)¹⁴. On trouve un autre exemple chez Nestlé, où la possibilité donnée aux investisseurs étrangers d'acquérir des actions nominatives (qui représentent les deux tiers du capital) a poussé l'assemblée générale à introduire pour la première fois en mai 1989 un plafonnement de ses droits de vote à 3% seulement par actionnaire.

Evidemment, il est tenu compte de la répartition du capital pour fixer le seuil maximal de limitation des droits de vote. Celui-ci est en principe supérieur à la participation du plus gros actionnaire. Par exemple, au moment où cette décision était prise, le plus gros actionnaire de la CGE, la

13 Il y a autocontrôle lorsqu'une société assure son propre contrôle par l'intermédiaire d'une ou plusieurs autres sociétés dont elle détient elle-même directement ou indirectement le contrôle.

14 Le dispositif adopté par la CGE a suscité intérêt et polémique puisque la COB a contesté deux clauses annexes à la résolution principale : 1) l'actionnaire est visé pour ces titres détenus directement ou indirectement ; 2) la limitation s'applique non seulement aux titres détenus en propres mais également aux titres détenus dans le cadre d'un mandat. En dépit des observations de la COB, ces résolutions n'ont pas fait l'objet d'une modification ultérieure.

Société Générale, ne disposait que de 7,5% du capital et aucun actionnaire ne détenait plus de 3% des actions chez Nestlé. La limitation rétroactive des droits de vote dont ils jouissaient librement reste néanmoins une source importante de conflits entre catégories d'investisseurs. Elle peut notamment être contestée au motif qu'elle réduit les droits de certains actionnaires ou qu'elle constitue un abus de droit¹⁵.

En fait, si elles renforcent le contrôle de la coalition au pouvoir, les limitations de droits de vote adoptées par les sociétés précitées n'interdisent pas en pratique les prises de contrôle. L'objectif principal est qu'elles ne soient plus opérables par surprise. Ces dispositions peuvent d'ailleurs être complétées par des clauses statutaires limitant le pouvoir d'éventuels nouveaux arrivants au sein du conseil d'administration¹⁶.

Relevons toutefois le cas de BSN qui a adopté beaucoup plus radicalement ce moyen de défense à la fin de l'été 1992. La modification des statuts prévoit dorénavant qu'aucun actionnaire ne pourra exprimer en assemblée plus de 6% ou de 12% du total des droits de vote, selon qu'il détient directement ou indirectement des actions à droit de vote simple ou à droit de vote double. Cette limitation du nombre de voix, cessant de s'appliquer si un actionnaire détenait une participation d'au moins 67%, rend dans les faits impossible toute prise de contrôle de BSN. En effet, la participation des institutionnels représentait alors 30,91% du capital et 38,86% des droits de vote, la part du capital et des voix restant dans le public étant respectivement égales à 67,09% et 61,14%. Le dispositif ayant pour effet de figer les positions des actionnaires de référence, une OPA réussie sur la totalité des titres détenus par le public ne suffira donc pas au *raider* pour rendre inapplicable la pilule empoisonnée (67% des droits de vote sont nécessaires), ce qui est indispensable pour qu'il puisse se prévaloir de sa prise de contrôle.

Finalement, les mécanismes présentés dans cette première partie ne sauraient constituer à eux seuls un système de gouvernement de l'entreprise. En effet, les objectifs de ces actionnaires sont rarement identiques :

¹⁵ La jurisprudence a aujourd'hui tendance à interdire à l'assemblée extraordinaire de diminuer les droits des actionnaires. L'abus de droit devrait pouvoir être invoqué chaque fois que la décision prise paraît conforme au seul intérêt des dirigeants (cf. Lamy droit du financement, 1993, p.560).

¹⁶ Ces clauses s'efforcent soit de paralyser le nouvel arrivant en lui interdisant d'accéder aux fonctions d'administrateur (clauses d'agrément, clauses imposant des conditions d'éligibilité particulières) soit de diluer son pouvoir en matière de nomination et de révocation du président du CA et des directeurs généraux (clauses prévoyant une répartition catégorielle des sièges, exigeant une majorité qualifiée). Les premières sont théoriquement valables en droit français à condition de ne pas priver l'assemblée générale des actionnaires de toute liberté de choix, les secondes tant qu'il n'est pas fait obstacle à la libre révocabilité des administrateurs (cf. Lamy droit du financement, 1993, p.557).

outre le couple rentabilité-risque, les partenaires financiers sont intéressés par toute garantie de sortie au terme de leur horizon d'investissement ; l'actionnaire de référence veut maintenir son contrôle sur la firme ; l'équipe de direction actionnaire désire se prémunir contre toute dilution de son pouvoir de gestion par une modification de la géographie du capital de l'entreprise et peut souhaiter bénéficier d'une garantie de sortie à un terme et un prix prédéterminés. Le recours à un mécanisme contractuel extrastatutaire, les pactes d'actionnaires, pour aménager les relations entre les parties et stipuler les différents droits et obligations en résultant s'est progressivement imposé. La teneur de ces conventions reste généralement confidentielle¹⁷ et de la diversité des objectifs recherchés et de la multiplicité des situations particulières résulte une grande variété de pactes d'actionnaires. Ceux-ci s'organisent généralement autour de deux grands types de clauses¹⁸. Les premières visent à maintenir ou à faire évoluer la cohérence, la stabilité et la structure de l'actionnariat (clause de préemption, clause d'inaliénabilité, clause d'exclusion, clause de sortie, clause de sortie conjointe). Les secondes sont relatives à l'organisation du pouvoir dans la société et ont généralement pour objet de renforcer le pouvoir de la minorité en lui garantissant une représentation parmi les organes de direction ou en lui conférant un pouvoir de contrôle *a priori* sur les décisions des dirigeants (classes d'actions, clause de quorum et de majorité renforcée, conventions de vote...). Suivant le nombre et la qualité des parties en présence, le pacte s'articulera avec plus ou moins de force autour de l'un ou de l'autre de ces deux pôles. Les conventions les plus courantes sont les conventions de préemption, dont l'objet est de permettre aux actionnaires en place de maintenir ou d'augmenter leur participation par priorité à tout tiers¹⁹.

91

Il est important de noter que l'application des clauses constitutives du pacte d'actionnaires subit des limites importantes quant à leur contenu

17 La loi «Sécurité et transparence du marché financier» du 2 août 1989 impose toutefois une publicité des pactes conclus entre actionnaires de sociétés cotées. Ces conventions doivent être transmises au Conseil des bourses de valeurs qui en assure la publicité.

18 Pour approfondir ce sujet, lire Bouillet-Cordonnier (1992) et Prat (1992).

19 Durant l'année 1992 et 1993, des pactes importants ont été conclus en ce sens entre actionnaires de sociétés aussi notoires que Caves et Producteurs Réunis de Roquefort, Saint Louis, Lagardère Groupe, Gascogne et BNP. Ce dernier pacte est important puisqu'il intègre un accord signé en septembre 1993 entre l'UAP et la BNP fixant les règles de participation de ceux sociétés dans leur capital respectif. Cet accord prévoit que, jusqu'à la privatisation de la société d'assurance, aucun reclassement de la participation de la BNP dans l'UAP ne sera autorisé. Par la suite, la BNP ramènera de 20% à 15% sa participation dans le capital de l'assureur. Les deux sociétés s'engagent ensuite à maintenir à parité leur participation respective dans la limite de 15%. Il est en outre stipulé dans le pacte que chaque partie s'engage à proposer à l'autre un siège au sein de son conseil d'administration. Cet accord a été conclu pour une durée de 10 ans et se renouvellera par tacite reconduction pour des périodes de 5 ans.

(nécessaire conformité avec les statuts et avec le droit des sociétés) et quant à leur efficacité (la partie ayant souffert du non-respect d'une disposition ne disposera en principe que d'une action en dommages et intérêts à l'encontre de la partie ne l'ayant pas respectée).

On ne trouve pas de publication scientifique française concernant le recours, dans une optique de gouvernement de l'entreprise, aux titres de propriété sans droit de vote que Ruback (1988) qualifie de «système anti-OPA universel le plus efficace». Aux Etats-Unis, les travaux de DeAngelo et DeAngelo (1985), Partch (1987), Ang et Megginson (1989) révèlent que l'opération aboutit à un accroissement significatif de la participation en droits de vote des actionnaires internes sans que ceux-ci n'augmentent leur taux de participation dans les fonds propres. L'efficacité de telles réorganisations du contrôle trouve aussi un support théorique dans les modèles de Stulz (1988) et de Harris et Raviv (1988a) qui montrent que la prime offerte lors d'une OPA est une fonction croissante du pourcentage de droits de vote de la cible détenus par les dirigeants, la probabilité d'une tentative de prise de contrôle inamicale chutant avec ce pourcentage. Partch (1987) et Jarrell et Poulsen (1987, 1988) montrent toutefois que cette concentration du contrôle n'est pas profitable pour l'ensemble des actionnaires, les derniers auteurs mettant même en évidence des rentabilités négatives anormales des actions à l'annonce de telles opérations. Cette réaction négative du marché est conforme à celle obtenue par Dann et DeAngelo (1988) à l'annonce de plans de restructuration des actifs (acquisitions, désinvestissements) et passifs (émissions et rachat d'actions avec droits de vote) de la firme destinés à rendre celle-ci moins attractive de façon à écarter le risque de tentative de prise de contrôle. Malatesta et Walking (1988) ainsi que Ryngaert (1988) ont eux aussi trouvé des résultats convergents à l'occasion du recours à des pilules empoisonnées, de même que Jarrell et Poulsen (1987), Brickley, Lease et Smith (1988) et Bhagat et Jefferis (1991) concernant l'adoption de clauses de majorité renforcée.

L'explication la plus évidente de cette réaction du marché financier tient à ce que, en dissociant le contrôle de la propriété (et favorisant ainsi la concentration du pouvoir sans apport supplémentaire en fonds propres), ces dispositions permettent aux dirigeants-actionnaires de s'affranchir de la discipline exercée par les marchés financiers. A ce titre, les modèles théoriques de Grossman et Hart (1988) et de Harris et Raviv (1988 b, 1989) montrent combien la règle d'un vote par action est socialement optimale dans le sens où elle traite sur un pied d'égalité l'ensemble des compétiteurs sur le marché du contrôle des entreprises et permet l'accession au pouvoir des équipes les plus performantes. Ainsi, les dispositifs présentés constituent par là même un outil précieux dans la mise en oeuvre de stratégies

d'enracinement néfastes aux intérêts des actionnaires externes²⁰. Il paraît alors paradoxal que ces derniers les approuvent, compte tenu de leurs droits statutaires²¹. L'étude empirique de Lehn, Netter et Poulsen (1990) est à ce titre très éclairante. En effet, les actionnaires internes détiennent généralement une participation préalable (43% en moyenne dans leur échantillon) qui peut être considérable si on la rapporte à celle des principaux «opposants organisés». C'est pourquoi, ainsi que le démontre Ruback (1988) dans une formalisation reposant sur le dilemme du prisonnier, chacun des actionnaires externes abandonne ses droits de vote même si la concentration qui en résulte est néfaste à leur intérêt collectif. La présence d'institutionnels dans l'actionnariat externe relativise quelque peu ces conclusions puisque, comme le note Pound (1992), ceux-ci ont intérêt à contrôler les dirigeants et à intervenir activement compte tenu de la faible liquidité sur le marché des titres provoquée par la concentration de l'actionnariat. Les études empiriques de Brickley, Lease et Smith (1988) et de Mallette et Fowler (1992) confirment bien le rôle disciplinaire des détenteurs de blocs de contrôle (notamment les investisseurs institutionnels) lorsque les dirigeants proposent l'adoption de mécanismes anti-OPA néfastes aux intérêts des actionnaires.

§ 2. - *Le rôle des valeurs mobilières composées dans les relations d'agence entre actionnaires, dirigeants et créanciers*

93

Les premières valeurs mobilières complexes apparues en France sont les obligations convertibles en actions (OC) et les obligations échangeables contre des actions (OEA) qui sont réglementées par la loi du 24 juillet 1966. Beaucoup plus tard, la loi du 3 janvier 1983 a créé les OBSA. Les entreprises ne se sont pas contentées de ces actifs qui, comme l'atteste l'échec des OEA, ne correspondaient pas forcément à leurs besoins. On a vu alors apparaître des valeurs mobilières complexes ou composées qui regroupent ce que d'aucuns appellent les quasi-fonds propres ou les actifs hybrides (composant à la fois dettes et fonds propres). La loi du 14

²⁰ Les caractéristiques et incidences de cette stratégie sont présentées par Charreaux (1994). DeAngelo et DeAngelo (1985) émettent la thèse inverse selon laquelle la concentration du contrôle (des droits de vote) entre les mains des dirigeants-actionnaires serait vertueuse. En effet, à l'abri de toute sanction du marché, ceux-ci n'auraient plus besoin d'entreprendre des investissements qui leur seraient spécifiques pour minimiser le risque d'OPA et de perte de leur emploi. Ils seraient au contraire fortement incités à poursuivre une politique d'investissements spécifiques à la firme, c'est-à-dire qui maximise la valeur des créances sur le revenu résiduel dont sont fondamentalement détenteurs les actionnaires externes.

²¹ Par exemple, Brickley, Lease et Smith (1988) notent que 95% des dispositions anti-OPA initiées par les dirigeants ont été approuvées par les actionnaires.

décembre 1985 a alors autorisé la création par les sociétés par actions de toute valeur mobilière caractérisée : 1) par un titre primaire ; 2) par une opération permettant à la valeur initiale de donner droit à une attribution de titres représentant une fraction de capital social (par conversion, échange, remboursement, présentation d'un bon, ou de toute autre manière) ; 3) par un titre final.

Ainsi, en dehors des contraintes fixées par le législateur pour réglementer la création des valeurs mobilières complexes ou surcomplexes²², les entreprises sont devenues pratiquement maîtresses des actifs financiers qu'elles émettent. Ont ainsi été créées des valeurs composant des actifs simples (actions, obligations) avec des valeurs optionnelles (bons de souscription d'actions, d'obligations, de certificats d'investissement...), introduisant pour les dettes (ordinaires ou subordonnées) des options de conversion en actions ou des remboursements en titres (actions, CI, ADP, obligations...) assortis ou non de bons de souscription.

Des motivations très variées conduisent à l'utilisation de valeurs composées. Elles permettent premièrement une optimisation de chaque montage en intégrant ses contraintes spécifiques. Elles favorisent aussi la prévention et la résolution des conflits d'intérêts pouvant naître entre les différentes parties prenantes dans le montage financier.

94

A. - Prise en compte de contraintes spécifiques

On utilisera notamment des OC et des ORA pour éviter des remboursements en espèces et afin de ne pas obérer la trésorerie de la société émettrice, même si une dilution sur les *cash-flows* doit finalement être supportée. En cas de risque de perte de contrôle lié à la dilution du pouvoir, on peut alors envisager des remboursements en CI ou en ADP. Par exemple, le montage du RES sur Gravograph a été finalisé grâce à

22 Premièrement, s'il est possible de transformer des obligations en actions (obligations convertibles, obligations remboursables en actions ou en certificats d'investissement), l'inverse est impossible. Cette règle a notamment pour objectif de protéger les intérêts des créanciers. Deuxièmement, afin de compenser leur dilution de fortune, les actionnaires anciens doivent se voir reconnaître un droit préférentiel de souscription sur les valeurs nouvellement émises. Ils peuvent cependant renoncer individuellement à ce droit ou le supprimer en AGE dans les conditions de droit commun. Troisièmement, seules les sociétés filiales peuvent émettre des valeurs mobilières composées donnant droit de souscrire à des titres de leur société mère, l'inverse étant impossible. Quatrièmement, en cas d'augmentation de capital (en numéraire ou par incorporation de réserves), des mesures doivent être prises afin de préserver les droits des titulaires de ces valeurs composées qui exerceraient les droits de conversion de souscription ou d'attribution. Enfin, tant qu'il existe des détenteurs de valeurs composées donnant droit à des actions, des ADP ou des CI, la société ne peut amortir son capital ni le réduire par voie de remboursement et se voit interdire toute modification de la répartition des bénéfices.

l'émission d'ORADP (pour 500 millions de francs). Le choix d'ORA n'a pas été retenu car leur remboursement aurait fait perdre aux salariés repreneurs la majorité des droits de vote dans le holding. Afin de ne pas alourdir la charge de la dette, le coupon de ces ORADP est cumulatif et ne sera payé qu'à partir du moment où un certain ratio d'endettement sera atteint. Au total, en n'investissant que 32 millions de francs sur les 750 de la transaction, les cadres ont bénéficié d'un levier juridico-financier de près de 1 à 25.

L'émission d'obligations remboursables représente l'intérêt pour l'émetteur de ne laisser aucune faculté d'option à son détenteur dans le sens où le remboursement se fait nécessairement en titres. Le titulaire encourt en contrepartie des risques non négligeables : il est exposé aux mêmes risques de perte que les actionnaires. Les modalités de ces obligations sont très variables. Les titres offerts en remboursement peuvent avoir été émis antérieurement ou provenir d'une augmentation de capital, il peut s'agir de titres de la société émettrice ou d'une société tierce (par exemple une filiale).

Dans le cas des LBO, la tentation est grande d'utiliser un levier financier maximal du fait que l'endettement du holding réduit d'autant les apports en fonds propres nécessaires à la détention du contrôle. La rémunération des dettes doit donc logiquement intégrer une prime de risque cohérente avec le niveau d'endettement du montage. Or, et surtout lorsque le holding est pur, la rémunération et le remboursement des capitaux empruntés sont contraints par la capacité bénéficiaire de la cible. Aussi, plutôt que d'offrir un taux d'intérêt nominal élevé, l'emprunt peut être assorti de warrants ou bons de souscription d'actions. Cette technique entraîne une réduction significative des frais financiers pendant la période de remboursement (et donc permet d'accroître le niveau d'endettement du holding pour un même niveau d'intérêts) en contrepartie, il est vrai, d'une dilution du capital lors de l'exercice des droits.

Une autre solution consiste à différer le décaissement des frais financiers soit en recourant à des dettes zéro coupon, ce qui revient à verser les coupons capitalisés lors du remboursement *in fine* du nominal (option retenue pour le montage du LBO Gravograph), soit en émettant des obligations convertibles à prime de conversion croissante. Il s'agit d'obligations convertibles à coupon réduit et à prime de conversion croissante. Plutôt que de rémunérer chaque année l'emprunt obligataire au taux d'intérêt requis par le marché compte tenu de son risque, prenons 7%, leur émetteur ne déboursa qu'un coupon réduit, par exemple 3%. La différence, soit 4%, est capitalisée dans le prix de remboursement offert aux investisseurs à l'échéance. Ceci revient à faire croître le prix de conversion avec le temps, en fonction des intérêts capitalisés. Relativement répandu

aux Etats-Unis, ce mécanisme s'est développé récemment en France²³. En cas de conversion, il a l'avantage de réduire encore plus significativement que les OBSA ou les OCBSA les frais financiers à déboursier chaque année.

B. - Prévention et résolution des conflits d'intérêts entre investisseurs et créanciers

Les statistiques concernant les volumes d'émission²⁴ montrent une utilisation très sporadique des valeurs surcomplexes dont le titre primaire est obligataire (OCBSA(R), ORABSA(R), OSRBSO...) qui de surcroît sont souvent le fait d'un seul émetteur. Une explication de ce phénomène tient à ce que ces actifs financiers constituent des outils de gestion des relations entre les diverses parties prenantes du montage financier de l'opération (actionnaires majoritaires, dirigeants, partenaires financiers, prêteurs...). Ces agents économiques ont évidemment des motivations spécifiques et recherchent la satisfaction de leur propre intérêt dans un monde où les comportements individuels ne sont jamais parfaitement observables. Dans ce contexte, les valeurs mobilières composées ont pour objet de sceller des accords contractuels destinés à minimiser les sources de conflits d'intérêt entre les différents intervenants dans le financement de l'entreprise. Etudions dans un premier temps les relations entre l'entreprise et ses prêteurs.

1. - Les relations contractuelles entre la société et ses créanciers

Elles peuvent devenir conflictuelles si les dirigeants-actionnaires détournent une partie de la substance de la firme au détriment des prêteurs. La théorie de l'agence identifie plusieurs sources de conflits d'intérêt entre actionnaires et créanciers de la firme (les intérêts des propriétaires et des gestionnaires étant supposés confondus). La première vient de la politique de dividendes. Si les prêteurs ont évalué leur créance en supposant que le

23 C'est Havas qui, en 1992, a inauguré une telle émission en France, en proposant aux minoritaires d'Avenir Havas Media d'échanger leurs actions contre des obligations convertibles Havas à coupon réduit (3%) offrant un taux de rendement actuariel de 7,5%. Quelques semaines plus tard, le groupe Schneider a fait émettre par Square D, sa filiale américaine, des OCPCC convertibles en actions de la société mère française (taux d'intérêt servi égal à 3,1%, le taux de rendement actuariel s'élevant à 7%). D'autres émissions ont été réalisées durant l'année 1993 : en mai par la Société Générale (taux d'intérêt servi égal à 3,5%, taux de rendement actuariel de 6,22%) et en octobre par le Crédit National (taux d'intérêt servi égal à 3,25%, taux de rendement actuariel de 5,26%). Durant le premier semestre de l'année 1994, les OCPCC ont été adoptées par presque tous les émetteurs d'OC (Michelin, Peugeot, Alcatel Alsthom, Unibail, Alcatel Câble...), les coupons servis étant compris entre 3,75% et 2%.

24 Voir à cet effet Desbrières (1993).

niveau de distribution actuel allait être maintenu, tout accroissement non anticipé des dividendes, financé par l'émission de nouvelles dettes ou par la réduction du programme d'investissements, entraînera une diminution de la valeur des dettes. La deuxième trouve son origine dans le fait qu'un niveau d'endettement excessif entraîne un risque de faillite qui incite les actionnaires à entreprendre les projets d'investissement les plus risqués, puisque les actions sont alors assimilables à une option d'achat sur l'entreprise dont le prix d'exercice serait la valeur de la dette²⁵. Comme la valeur d'une option est une fonction croissante de la variance de son actif support, la valeur des actions augmente avec le risque d'exploitation de l'entreprise. De plus, les actionnaires d'une entreprise endettée peuvent être amenés à suivre une politique d'investissement sous-optimale en rejetant des projets à valeur actuelle nette positive, dont les avantages reviendraient essentiellement aux prêteurs²⁶. Enfin, soulignons qu'une mauvaise anticipation de l'endettement à venir peut aussi être source de conflit. Ce sera le cas si les nouvelles dettes sont importantes et augmentent significativement le risque de faillite de la firme et/ou si elles bénéficient de conditions plus favorables que les anciennes. Ainsi, un accroissement fort et imprévu du niveau d'endettement et/ou un taux de rendement à l'émission plus élevé entraîneront une réduction non anticipée de la valeur des obligations émises antérieurement.

D'une manière générale, on peut minimiser les sources de conflit en spécifiant dans les contrats de prêts des clauses visant à limiter la liberté des actionnaires et des dirigeants en matière d'investissement, de financement et de distribution des bénéfices. Dans le cas où elles ne seraient pas respectées, le remboursement anticipé des sommes prêtées pourrait alors être exigé. Ces clauses restrictives, très utilisées dans les pays anglo-saxons, se développent dans les contrats de prêts français. De plus, des garanties sont souvent accordées sur les actifs de la firme²⁷ comme sur ses biens personnels par l'entrepreneur. Enfin, la pratique courante de l'endettement à court terme renouvelable équivaut en fait à une renégociation périodique de l'endettement à long terme et dissuade les actionnaires désireux de voir leurs prêts renouvelés de tout comportement déviant.

Il apparaît clairement que ces conflits seront exacerbés par le niveau d'endettement des entreprises. C'est dans ce contexte qu'interviennent les émissions de valeurs complexes telles que les obligations convertibles et

²⁵ Ce raisonnement est dû à Black et Scholes (1973) et à Galai et Masulis (1976).

²⁶ Cf. Jensen et Meckling (1976).

²⁷ Smith et Warner (1979) ainsi que Stulz et Johnson (1985) montrent que ces garanties limitent le problème de substitution d'actifs et réduisent les coûts de surveillance supportés par les prêteurs.

les dettes financières assorties de bons de souscription (d'actions, de CI...) qui permettent aux prêteurs de profiter de l'accroissement de rentabilité des fonds propres rémunérant le risque financier assumé par les actionnaires. De plus, une clause de rachat des obligations ou des bons à un prix plancher lors du dépassement de certains indicateurs (ratios d'endettement, couverture des frais financiers par les résultats d'exploitation...) assurera aux créanciers une rentabilité minimale. Grâce au phénomène d'indexation partielle de la rémunération des dettes sur la valeur des fonds propres qu'elles introduisent, ces valeurs mobilières complexes limitent les possibilités de transfert de richesse des obligataires vers les actionnaires, ce qui tend à minimiser leurs conflits d'intérêts²⁸. Le statut hybride du prêteur (qui est à la fois créancier et actionnaire virtuel) permet aussi à celui-ci d'internaliser les conflits d'agence et d'en minimiser les coûts²⁹. Dans le cas extrême où ils subiraient un comportement des actionnaires et des dirigeants allant trop à l'encontre de leurs intérêts, elles permettraient même aux créanciers de devenir actionnaires en exerçant leurs droits de souscription ou de conversion, afin de renverser la coalition majoritaire (dans la mesure où le pouvoir de celle-ci serait suffisamment dilué) et sanctionner l'équipe dirigeante en place. Ainsi, la partie conditionnelle qui les caractérise permet aux détenteurs de ces valeurs composées d'exercer une pression à la performance sur les dirigeants et, au pire, de devenir actionnaires pour éviter la liquidation de la firme à l'échéance si la valeur des dettes est devenue supérieure à celle de l'actif économique. En cela et dans ce cadre d'analyse, les emprunts assortis de droits de souscription, de conversion ou d'échange en titres représentatifs d'une fraction de capital social sont préférables aux obligations à zéro-coupon indexées sur le cours de l'action qui n'entraînent pas de dilution du capital de l'émetteur³⁰.

Les conflits entre actionnaires et prêteurs peuvent atteindre un certain paroxysme dans les montages endettés de LBO visant l'acquisition ou la conservation du contrôle d'une firme. En cas de surendettement du

28 Selon Jensen et Meckling (1976), les droits de conversion et de souscription attachés respectivement à l'OC et à l'OBSA compensent en partie l'effet incitatif de l'endettement sur le comportement des dirigeants (cf. la fin de la deuxième partie de notre article) et donc l'incidence négative de celui-ci sur la richesse des obligataires. Pour un approfondissement lire aussi Green (1984).

29 Cf. Stiglitz (1985).

30 Un tel raisonnement enrichit significativement l'étude normative classique de ces instruments financiers. Par exemple, il échappe aux prescriptions des modèles de Ingersoll (1977) et de Brennan et Schwartz (1977) concernant les stratégies optimales de conversion et de remboursement des obligations convertibles et peut en cela expliquer les résultats contradictoires obtenus par les travaux anglo-saxons sur l'intérêt et l'effet des opérations d'appel au remboursement anticipé des OC.

holding et afin de ne pas remettre en question l'opération elle-même, de nombreux montages intègrent des titres de créance subordonnés au remboursement de la dette *senior* (ou dette de premier rang) et à sa rémunération³¹. Ainsi, les actionnaires du holding bénéficient d'un important levier financier sans que les créanciers *senior* encourent de risque supplémentaire³². Ces dettes *junior* ou «mezzanines», qui prennent souvent la forme d'obligations convertibles ou remboursables en actions, généralement composées avec des bons de souscription (OBSA, OCBSA, ORABSA...), s'intercalent entre les fonds propres et les emprunts classiques. Si la dette *senior* est habituellement gagée sur des actifs détenus par la société holding (la participation de celle-ci dans les fonds propres de la cible), la dette subordonnée n'est gagée que sur ses seuls *cash-flows*.

L'intérêt fondamental de l'emprunt subordonné tient à ce qu'il assume le risque induit par l'endettement marginal et préserve ainsi les intérêts des créanciers *senior*. Il doit donc servir une rémunération proportionnelle à son niveau de risque. Tout le problème tient à ce que celui-ci peut s'avérer supérieur, *ex post*, à celui qu'avaient anticipé les prêteurs mezzanine. Aussi ces derniers veilleront-ils au maintien de leurs droits et au respect de leurs intérêts lors de la négociation des principales clauses du contrat de financement. A ce titre, rien n'empêche les créanciers *junior* d'exiger des sûretés qui figureront en deuxième place après celles qui ont été consenties aux prêteurs *senior*. L'octroi de sûretés sur les actifs de la cible étant en principe exclu³³, les prêteurs mezzanine devront négocier avec les action-

31 L'article 339-7 de la loi du 24 juillet 1966, tel qu'il résulte de la loi du 14 décembre 1985, prévoit en effet que lors de leur émission, «... il peut être stipulé que ces valeurs mobilières ne seront remboursées qu'après désintéressement des autres créanciers, à l'exclusion des titulaires de prêts ou de titres participatifs». Bien que prévue légalement, la subordination de ces valeurs mobilières ne sera effective que si une clause la retient formellement dans le contrat de prêt. Dans les montages anglo-saxons, la subordination s'applique également aux intérêts de la dette *senior*, qui sont réglés en priorité. La validité d'une telle clause n'est pas certaine en droit français, mais il est très facile de s'en affranchir en utilisant la technique de la capitalisation des intérêts obtenue par l'émission d'une dette zéro coupon subordonnée. Cette pratique a de plus l'avantage de limiter d'autant les prélèvements sur les *cash-flows* de la cible pendant la durée de remboursement des emprunts du holding.

32 Un autre conflit peut naître en cas de surendettement du holding : la rémunération des dettes historiques de la société d'exploitation. Si, après le choix du montage endetté, le taux d'intérêt paraît très inférieur à ce qu'exigerait une rémunération des prêteurs cohérente avec l'accroissement du risque de faillite de la firme, il est certain que l'opération aura un impact négatif sur la valeur de ses anciennes dettes. Les créanciers pourront alors exiger, selon les possibilités contractuelles, un accroissement de leur prime de risque au travers d'une révision du taux nominal, ou le remboursement anticipé des sommes restant dues. Dans ce dernier cas, la surface financière des opérateurs ne correspondra plus aux seuls fonds propres mais à l'actif économique de la cible (cas d'une reprise à 100%).

33 Ce type de sûreté est constitutif d'un abus de biens sociaux en vertu de l'article 437-3 de la loi sur les sociétés commerciales. Il est aussi contraire aux dispositions de l'article 217-9 de la même loi, qui interdit à une société de consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers.

naires de la société holding l'octroi de sûretés sur les actifs de celle-ci. Ces sûretés prennent généralement la forme d'un nantissement des actions de la cible (le seul actif d'un holding pur), figurant en deuxième place après celui dont bénéficient les prêteurs *senior*³⁴. Les créanciers mezzanine peuvent aussi exiger du holding qu'il s'engage à ne pas consentir d'autres sûretés sur ses actifs et ses revenus et à se porter fort que la cible fera de même, la sanction du non-respect de ces engagements étant l'exigibilité anticipée du prêt mezzanine. Enfin, ils pourront aussi négocier une clause afin de mettre en jeu la garantie de passif accompagnant normalement toute cession d'actions.

Tout comme les dettes de premier rang, les contrats de prêt mezzanine intégreront un certain nombre de ratios financiers (couverture des intérêts par les profits nets ou les *cash-flows*, taux d'endettement...) qui doivent être respectés à moins d'avoir à rembourser le financement avant l'échéance initialement prévue³⁵. Le contrat de financement peut aussi prévoir que le holding avisera les prêteurs mezzanine de tout projet de cession (totale ou partielle) de sa participation dans la société d'exploitation, et que cette cession ne pourra s'opérer sans leur accord préalable. Il pourra également restreindre le droit pour la société holding et la cible de disposer de leurs actifs, d'effectuer certains investissements ou de modifier leur activité³⁶.

100

34 Prenons l'exemple du montage très endetté du LBO sur la société Sicli (450 millions de francs de fonds propres pour 1,69 milliard de dettes dans le holding). Celui-ci incorpore une dette mezzanine de 330 millions de francs émise sous forme de placement obligataire privé subordonné (OBSA à 10 ans souscrites par 7 banques). Son taux de rendement, fixé à 13,75%, offre une prime de risque d'environ 3,5% si l'on se réfère au taux Pibor de l'époque (mars 1990). Compte tenu de la dilution (environ 10%) qu'entraînerait à terme l'exercice des bons, son espérance de rentabilité est comprise entre 20 et 25%. Cette dette subordonnée, gagée sur les cash-flows futurs de Sicli, bénéficie d'une garantie supplémentaire : un nantissement de second rang sur les actions Sicli, derrière les créanciers senior. Aux termes de celui-ci : 1) le créancier junior demande à la société holding de donner priorité au créancier senior lors du remboursement ; 2) la société holding donne instruction au créancier junior de réserver au créancier senior les sommes qui auraient pu être indûment perçues. De son côté, la société holding dispose aussi d'une protection en cas de trop forte hausse des taux : les OBSA peuvent être remboursées à partir de la deuxième année, avec une prime de 8% (4% pour la troisième année, au pair pour la quatrième).

35 Après de longues négociations, les relations entre créanciers senior et prêteurs mezzanine du LBO Sicli ont été définies à la foi dans le contrat d'émission des obligations, dans la convention de prêt de la dette senior et dans la convention de subordination (inter creditor agreement). Les deux premiers documents inventorient les ratios financiers (debt covenants) devant être respectés par Sicli pour éviter un remboursement anticipé. La convention de subordination précise la marge de manoeuvre laissée aux prêteurs senior, notamment en cas de difficultés, avant que les créanciers mezzanine puissent intervenir. C'est le non respect d'une de ces clauses contractuelles qui a révélé l'insuffisante capacité bénéficiaires de Sicli, entraînant une difficile mais salutaire restructuration du montage de ce LBO en 1993.

36 Ce type de clause trouve un fondement théorique à l'aide de la théorie des coûts de transaction, développée notamment dans Williamson (1988), qui assimile la dette à un mode de gestion par le marché, fondé sur un ensemble de règles concernant notamment les modalités et le rythme de rémunération et de remboursement du principal, le respect de ratios de liquidité, les prises de garanties. Les dettes paraissent alors particulièrement adaptées pour financer des actifs peu —

De plus, les prêteurs mezzanine disposeront des comptes sociaux et pourront exiger la fourniture périodique de situations consolidées de *cash-flows* et de rapports de gestion leur permettant de suivre l'évolution de la situation financière des sociétés intégrées dans le montage.

Compte tenu d'une part, de la sophistication des montages financiers d'opérations à effet de levier et d'autre part, de la diversité des intérêts en cause, il semble nécessaire de réglementer dans le cadre de pactes d'actionnaires les rapports entre investisseurs et prêteurs mezzanine, les droits de conversion et de souscription détenus par ces derniers leur permettant de devenir actionnaires. Evidemment, les souscripteurs de dette *senior* complexe donnant droit à une attribution d'actions (par conversion, échange, remboursement, présentation d'un bon...) seront intégrés à ce pacte³⁷. L'utilité de ce pacte sera renforcée si les détenteurs de ces valeurs mobilières sont amenés à conserver leurs titres plus longtemps que prévu parce que les conditions de marché ne permettent pas de les vendre avec une plus-value suffisante³⁸.

Il apparaît enfin que ces valeurs complexes se combinent avec d'autres solutions aux problèmes d'agence entre investisseurs et créanciers. Par exemple, dans le cas des LBO, il n'est pas rare qu'un financement global (fonds propres + dettes) soit proposé aux opérateurs, la plupart des spécialistes des *buy-outs* et de société de capital-risque étant l'émanation de banques et d'institutions financières. L'investisseur en fonds propres, qui est souvent une filiale du créancier, lui fera ainsi bénéficier du contrôle qu'il exerce sur les dirigeants-actionnaires. En l'absence d'un financement global, un spécialiste de renom dans le domaine des LBO ou du capital-

spécifiques (qui peuvent être utilisés pour plusieurs usages et par de nombreuses entreprises) : en cas de liquidation, les créanciers pourront facilement récupérer leurs fonds. En revanche, le financement d'investissements très spécifiques devra être fondamentalement assuré par des capitaux propres, qui procurent à leurs détenteurs un statut de créancier résiduel tant sur les résultats que sur la liquidation des actifs. Supportant le risque de l'endettement marginal, les créanciers mezzanine seront plus que tout autre prêteur sensible au respect du caractère non spécifique des actifs de la cible.

37 Les clauses généralement introduites dans les pactes liant investisseurs et prêteurs junior et senior sont les clauses d'administration (par laquelle chaque groupe se ménagera la possibilité de faire nommer un ou plusieurs représentants au conseil d'administration), anti-dilution, d'inaliénabilité des titres, d'information, de sortie.

38 Notons toutefois qu'en bénéficiant d'un pacte d'actionnaires, ceux-ci peuvent se voir reprocher une faute de gestion pour n'avoir pas su porter un jugement sur une décision économique, financière ou de n'avoir pas su être diligents, actifs ou prudents..., lorsqu'ils ont demandé et obtenu de siéger au conseil d'administration ou sont considérés comme dirigeants de fait. Pour ne pas tomber sous le coup d'une action en comblement de passif, il est important de faire acter lors des délibérations du conseil d'administration toutes les mises en garde formulées concernant la gestion et le refus opposé à certaines décisions. Il est aussi impératif pour le prêteur d'éviter toute intervention dans la gestion quotidienne, et de démissionner de son mandat d'administrateur en cas de désaccord persistant.

investissement fait souvent partie des actionnaires minoritaires. La réputation de cet investisseur, qui gère un portefeuille de participations à durée de vie limitée et sera vraisemblablement conduit à collaborer de nouveau avec lui, conduit le créancier à ne pas redouter de divergences d'intérêts³⁹.

2. - *Le jeu des valeurs mobilières complexes dans les autres relations contractuelles*

Un autre intérêt des titres composés avec des options tient à la possibilité de programmer le renforcement des fonds propres de la société (émission d'OC, d'OBSA, d'ORA, d'ABSA...), de maintenir son niveau d'endettement (à l'aide d'OBSO, d'ABSO...), d'organiser la restructuration de l'actionariat. Ce dernier aspect est important : on peut en effet prévoir l'entrée d'investisseurs dans le capital à un prix et à un horizon prédéterminés, par l'intermédiaire des bons de souscription (OBSA, ABSA...), des droits de conversion (OC, OCBSA...) attachés aux titres qu'ils ont souscrit, ou en leur cédant plus directement des bons de souscription autonomes ou des options d'achat. Inversement, on facilitera la sortie des partenaires financiers qui le désirent en leur octroyant des options de vente dès leur entrée dans le tour de table. On peut même prévoir des options croisées entre majoritaires et minoritaires.

102

L'émission d'obligations convertibles et de titres auxquels sont attachés des bons de souscription (ABSA, OBSA...) figure parmi les dispositifs de défense contre les tentatives de prise de contrôle. Des investisseurs et des prêteurs «amis» souscrivent à l'émission de ces titres de manière à disposer d'un nombre de bons tel qu'en cas de menace d'OPA, l'exercice des droits diluera suffisamment le nombre de droits de vote des agresseurs, conduisant ceux-ci à abandonner leur tentative. Telle avait été dans un premier temps la stratégie de BSN en la matière⁴⁰. Le recours à ces valeurs mobilières composées peut cependant s'avérer dangereux pour la coali-

39 La relation non conflictuelle entre ces agents économiques semble corroborée par l'étude de De Angelo et De Angelo (1987) qui montre que le taux d'endettement des montages de LBO est d'autant plus élevé que la participation des investisseurs extérieurs est importante.

40 Déjà soucieux de se protéger contre une OPA inamicale, le groupe présidé par Antoine Riboud avait émis, à la fin du mois de décembre 1986, un emprunt à bons de souscription d'actions réservé à Gemofim, société ad hoc contrôlée par des investisseurs «amis» (BNP, Banque Demachy, Crédit Lyonnais, Deutsche Bank, Lazard Frères, Paribas, Société Générale et Sofina). Les bons détenus par Gemofim donnent le droit de souscrire à tout moment des actions BSN à un prix égal au premier cours de l'action précédant la demande de souscription. L'exercice de ces bons correspondrait à une augmentation de capital d'environ 17% ce qui diluerait très fortement la participation d'un raider. Cette technique présentait cependant deux inconvénients de taille. Premièrement, elle exigeait une mobilisation de fonds importants compte tenu de la capitalisation de BSN. Deuxièmement, comme on l'a observé lors des prises de contrôle de Télémechanique et de LVMH, elle ne s'est pas révélée être infaillible. Ces contraintes ont été à l'origine de l'adoption de la pilule empoisonnée de l'été 1992.

tion au pouvoir. On trouve une brillante illustration de ce risque dans la célèbre affaire LVMH. En effet, l'émission en juin 1986 par Moët-Hennessy d'OBSA pour un montant de 800 millions de francs a permis au groupe Bernard Arnault de prendre le contrôle du groupe LVMH (une fusion de Moët-Hennessy avec la société Louis Vuitton ayant eu lieu en septembre 1987). C'est en acquérant des bons de souscription provenant de l'émission d'OBSA que Bernard Arnault acquit, en août 1988, 11,4% du capital de LVMH. Associé au groupe britannique Guinness et déjà détenteur avec lui de 35% des droits de vote de LVMH, il s'est rapidement trouvé maître à bord du groupe de luxe, malgré une plainte des actionnaires minoritaires (qui donna lieu à une bataille judiciaire de deux ans). Le paradoxe est que ce sont MM. Chevalier et Racamier, respectivement président et vice-président de LVMH qui ont procuré les bons de souscription au groupe Bernard Arnault. Il est donc vital de placer les bons en question entre des mains amies et sûres, et d'assurer la stabilité de cet actionnariat. La limite des bons de souscription était déjà apparue lors de la prise de contrôle de la Télémécanique par Schneider ⁴¹.

Par ailleurs, l'émission de valeurs mobilières assorties de bons de souscription constitue à plus d'un titre un mode de régulation des conflits pouvant opposer les dirigeants aux actionnaires de la firme ⁴². En effet, l'endettement constitue déjà en soi un mécanisme de prévention de ces conflits dans la mesure où il ne peut qu'inciter les dirigeants à être performants, vu les risques de faillite et de perte d'emploi qu'il engendre ⁴³. De plus, le paiement des annuités d'emprunts réduit d'autant les flux futurs de richesse soumis à leur comportement discrétionnaire ⁴⁴. Plus spécifiquement, les valeurs composées ne peuvent qu'accroître les pressions exercées sur les dirigeants qui seront particulièrement sensibilisés à la performance de la firme, conformément aux intérêts des actionnaires. Par exemple, en cas de volumes d'émission importants, un prix de rachat élevé des obligations émises (notamment les obligations à zéro-coupon ou les OCPCC), ou des bons de souscription exercera une pression à la

⁴¹ En septembre 1987, les dirigeants de la Télémécanique avaient créé une coquille, Cofitel, pour détenir des bons de souscription de la société. En cas d'opération hostile, les bons seraient exercés ce qui diluerait son capital. Dès le lancement de l'OPA de Schneider, les banques, qui détenaient en portage le contrôle de Cofitel, l'ont alors revendu au chevalier blanc, Framatome. Les tribunaux, trouvant le timing de l'opération suspect, ont placé les actions et les bons sous séquestre pendant toute la durée de la bataille boursière que Schneider, après plusieurs mois de lutte, a fini par remporter en 1988.

⁴² Les sources de la relation conflictuelle entre actionnaires et dirigeants et ses modes de contrôle sont présentées par Charreaux (1994).

⁴³ Cf. Grossman et Hart (1982).

⁴⁴ Il s'agit de la thèse de Jensen (1986) selon laquelle, compte tenu des décaissements futurs qu'il implique, l'endettement est le plus à même de réduire les conflits inhérents à l'existence de cash-flows en excès du financement des projets d'investissement à valeur actuelle nette positive.

performance sur les dirigeants qui risquent d'exposer leur entreprise à des difficultés de trésorerie lors du remboursement. De plus, la conversion des OC ou l'exercice des bons de souscription entraînera une dilution de la fortune et du pouvoir des dirigeants-actionnaires, voire la perte de leur emploi. L'émission d'OBSA semble alors préférable dans la mesure où les dirigeants peuvent retenir pour les OC des modalités contractuelles (prime de remboursement élevée, capitalisation des intérêts) telles que la valeur de remboursement soit suffisamment importante pour réduire significativement leur probabilité de conversion⁴⁵. Enfin, la souscription par des dirigeants non actionnaires (voire par des salariés) de ces valeurs mobilières composées a un caractère incitatif qui favorise la réduction de leur comportement opportuniste (ceux-ci étant alors actionnaires internes virtuels) et l'alignement de leurs intérêts avec ceux des actionnaires externes majoritaires⁴⁶. De plus, ces valeurs mobilières favorisent la constitution d'un noyau dur interne. Comme le stipulent Scholes et Wolfson (1990), on peut penser qu'en cas d'OPA inamicale, ces actionnaires internes seront favorables au maintien de la coalition en place. Les résultats de Bhagat et Jefferis (1991) vont dans ce sens⁴⁷.

Conclusion

104

Le système de gouvernement de l'entreprise définit l'actionnaire ou la coalition qui la contrôle (répartition et stabilité du pouvoir), ainsi que les modalités d'incitation à la performance des dirigeants. En conséquence, le choix d'un système particulier détermine le degré de facilité de remplacement des dirigeants au travers des prises de contrôle. Depuis quelques années, l'effet de ce choix et les incidences des prises de contrôle sur la richesse des actionnaires impliqués dans ces opérations figurent en bonne place dans la littérature académique (comme dans le débat public), l'intérêt se focalisant notamment sur le partage du pouvoir entre actionnaires et

45 Dans ce contexte, les OC peuvent aussi produire un effet pervers : conduire les dirigeants désirant échapper aux sanctions découlant de leur mauvaise gestion à accroître leur comportement opportuniste et à entreprendre des décisions encore moins efficaces afin de réduire la valeur de marché de la firme ce qui va mécaniquement diminuer la valeur de conversion des OC ainsi que la probabilité de voir celles-ci converties.

46 Pour une étude approfondie de l'incidence de l'actionnariat (notamment de l'actionnariat conditionnel à partir des plans de stock-options) dans les relations entre actionnaires et dirigeants, lire Desbrières (1991). La relation entre participation des dirigeants au capital et performance de la firme qu'ils gèrent n'apparaît cependant ni systématique ni linéaire, cf. Charreaux (1991, 1994).

47 Chang et Myers (1992) montrent toutefois que, passé un niveau de 40% de participation des dirigeants dans le capital de la firme, le développement de l'actionnariat des salariés sert l'enracinement de ces premiers et est nuisible aux intérêts des actionnaires externes (des rentabilités anormales significativement négatives sont obtenus à l'annonce de tels événements).

dirigeants. En ce sens, les nouvelles formes de fonds propres présentées dans cette article tiennent un rôle central dans le système de gouvernement de l'entreprise. En effet, il paraît optimal, pour l'entrepreneur désireux maximiser la valeur de sa rente de contrôle, d'émettre des actions sans droit de vote et des certificats de droit de vote (sans droit sur le revenu résiduel)⁴⁸. Les contraintes légales interdisant généralement cette pratique (par exemple, l'émission de CI et d'ADPSDV est limitée au quart du capital social en France), les différentes valeurs mobilières et clauses statutaires visant à concentrer le pouvoir de vote entre les mains d'une coalition (la famille fondatrice, les dirigeants...) trouvent tout leur intérêt. Partant du cadre conceptuel fourni par la théorie de l'agence, cet article montre qu'elles favorisent l'optimisation des contrats liant les différentes catégories d'actionnaires internes ou externes impliqués dans les opérations visant l'acquisition ou la conservation du contrôle d'entreprises, un optimum social n'étant véritablement atteint que dans le cadre d'une concurrence sur le marché du contrôle des entreprises permettant l'accession au pouvoir des dirigeants les plus performants. Ces valeurs mobilières jouent aussi un rôle non négligeable dans la régulation des conflits pouvant opposer la firme à ses prêteurs.

Deux études récentes permettent indirectement de comparer l'apport des différentes techniques de consolidation du contrôle présentées dans chaque partie de cet article. Gilson (1987) a trouvé que les restructurations d'actionariat visant à consolider le contrôle de la firme apparaissaient moins coûteuses, du point de vue de leurs initiateurs, lorsque les minoritaires se trouvent *ex post* privés de leur droit de vote (après transformation de leurs actions en titres de propriété sans droit de vote) que lorsque l'opération s'effectue dans le cadre d'un LBO (les titres détenus par les actionnaires minoritaires ou externes devant être acquis en versant des primes importantes)⁴⁹. Le contrôle n'aurait donc un prix que dans le cas des LBO. L'auteur avance une première explication de ce phénomène : le choix entre ces deux modes de concentration du contrôle entre les mains d'une coalition donnée serait guidé par des attributs spécifiques des firmes concernées de telle manière que chacun serait efficient dans son contexte. Selon une seconde explication, le différentiel de prime de contrôle proviendrait de l'existence de coûts de coordination *ex post* de l'actionariat externe dans les firmes adoptant les titres sans droit de vote, le LBO ayant

⁴⁸ Harris et Raviv (1988b) proposent une approche formalisée conduisant notamment à ce résultat.

⁴⁹ Bien que les LBO constituent initialement une technique de financement des prises de contrôle, il est souvent que considéré, compte tenu du levier financier qu'ils mobilisent (intégrant les valeurs mobilières présentées dans la seconde partie de cet article) et eu égard à leur efficacité, qu'ils constituent en tant que tel un système de gouvernement d'entreprise. Cf. Jensen (1993).

par nature radicalement résolu ce problème. La première hypothèse a été reprise par Lehn, Netter et Poulsen (1990) qui ont mis en évidence certaines des caractéristiques distinctives des firmes privilégiant l'une ou l'autre de ces modalités de consolidation du contrôle. Ces auteurs montrent que le recours aux titres de propriété sans droit de vote est fondamentalement le fait de sociétés de croissance qui feront ultérieurement appel à des financements externes. Ces entreprises se caractérisent en effet par une croissance de leur chiffre d'affaires, un nombre d'employés, des dépenses de recherche, développement et de publicité significativement supérieures à ceux observés pour les firmes impliquées dans un LBO. Elles se distinguent par un actionnariat interne beaucoup plus puissant (taux de participation moyen de 43,1%) que celles qui font l'objet de LBO (moyenne du taux de participation interne égale à 23,4%).

Cet article a montré à maintes reprises que l'orientation générale du système de gouvernement de l'entreprise dépasse de loin le simple arbitrage parmi les différentes formes de fonds propres. Le choix d'une solution technique visant à organiser les relations entre les différentes catégories d'actionnaires (internes/externes) détenteurs de droits (réels/virtuels) de propriétés atténués (créance sur le seul revenu résiduel ou droit de vote) ou non apparaît fondamentalement largement conditionné par les caractéristiques propres à la firme et à ses marchés. Il influence aussi très largement la définition du contrat de société et du rôle, comme du fonctionnement, du conseil d'administration.

106

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Ang, J. et Megginson, W., «Restricted Voting Shares, Ownership Structure and Market Value of Dual Class Firms», *Journal of Financial Research*, vol.12, 1989, p.301-318.
- Bhagat, S. et Jefferis, R., «Voting Power in the Proxy Process», *Journal of Financial Economics*, vol.30, 1991, p.193-225.
- Bertrel, J-P. et Jeantin, M., *Droit de l'ingénierie financière*, Paris, Litec, 1990, 865 p.
- Black, F. et Scholes, M., «The Pricing of Options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy*, n°3, mai 1973, p.637-654.
- Bouillet-Cordonnier, G., *Pactes d'actionnaires et privilèges statutaires*, Paris, Litec, 1992, 347 p.
- Brennan, M. et Schwartz, E., «Convertible Bonds : Valuation and Optimal Strategies for Call and Conversion», *Journal of Finance*, vol.32, décembre 1977, p.1699-1715.
- Brickley, J., Lease, R. et Smith, C., «Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments», *Journal of Financial Economics*, vol.20, janvier-mars 1988, p.267-291.

- Chang, S. et Myers, D., «Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth : Evidence from Employee Stock Ownership Plans», *Journal of Financial Economics*, vol.32, 1992, p.103-131.
- Charreaux, G., «Conseil d'administration et gouvernement de l'entreprise», *Revue d'Economie Financière*, 1994, ce numéro.
- Charreaux, G., «Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes», CREGO, Cahier de recherche n°9206, IAE Dijon, décembre 1992, à paraître dans la *Revue d'Economie Industrielle*.
- Charreaux, G., «Structure de propriété, relation d'agence et performance financière», *Revue Economique*, vol. 42, n°3, 1991, p.521-552.
- Charreaux, G., «La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature», in : *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Economica, 1987, p.21-55.
- Dann, L. et Deangelo, H., «Corporate Financial Policy and Corporate Control : a Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol.20, 1988, p.87-127.
- Deangelo, H. et Deangelo, L., «Management Buyout of Publicly Traded Corporations», *Financial Analyst Journal*, mai-juin 1987, p.38-49.
- Deangelo, H. et Deangelo, L., «Managerial Ownership of Voting Rights : a Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stocks», *Journal of Financial Economics*, vol.14, 1985, p.33-69.
- Desbrières, P., «Outils et enjeux de l'ingénierie financière», *Revue Française de Gestion*, n°92, janvier-février 1993, p.85-102.
- Desbrières, P., *Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés*, Paris, Economica, 1991, 230 p.
- Desbrières, P., «L'effet de clientèle des dividendes sur le marché français : un test empirique», *Finance*, vol.9, n°1, juin 1988, p.33-40.
- Desbrières, P., «Sociétés privatisées : comment stabiliser l'actionnariat direct ?», *Revue Française de Gestion*, n°67, janvier-février 1988, p.37-42.
- Galai, D., Masulis, R., «The Option Pricing Model and the Risk Factor of a Stock», *Journal of Financial Economics*, vol.3, 1976, p. 53-81.
- Gilson, R., «Evaluating Dual Class Common Stock : the Relevance of Substitutes», *Virginia Law Review*, vol.73, 1987, p.807-844.
- Ginglinger, E., *Le financement des entreprises par les marchés de capitaux*, PUF, Collection Finance, 1991, 315 p.
- Grossman, S., Hart, O., «One Share-one vote and the market for corporate control», *Journal of Financial Economics*, vol.20, 1988, p.175-202.
- Grossman, S., Hart, O., «Corporate Financial Structure and Managerial Incentives», in : *The Economics of Information and Uncertainty*, McCall (ed.), Chicago : University of Chicago Press, 1982, p.107-137.
- Harris, M. et Raviv, A., «Corporate Control Contests and Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, vol.20, janvier-mars 1988, p.55-86.
- Harris, M. et Raviv, A., «Corporate Governance : Voting Rights and Majority Rules», *Journal of Financial Economics*, vol.20, janvier-mars 1988, p.203-235.
- Harris, M. et Raviv, A., «The Design of Securities», *Journal of Financial Economics*, vol.24, 1989, p.255-287.

- Ingersoll, J., «A Contingent Claims Valuation of Convertible Securities», *Journal of Financial Economics*, vol.4, mai 1977, p.289-322.
- Jarrell, G. et Poulsen, A., «Dual-Class Recapitalisation as Antitakeover Mechanisms : the Recent Evidence», *Journal of Financial Economics*, vol.20, 1988, p.129-152.
- Jarrell, G. et Poulsen, A., «Shark Repellents and Stock Prices : the Effects of Antitakeover Amendments Since 1980», *Journal of Financial Economics*, vol.19, 1987, p.127-168.
- Jensen, M., «The Modern Industrial Révolution, Exit and the Failure of Internal Control», *Journal of Finance*, vol.48, juillet 1993, p.831-880.
- Jensen, M., «Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance and Takeovers», *American Economic Review*, vol.76, n°2, mai 1986, p.323-329.
- Jensen, M., Meckling, W., «Theory of the Firm : Management Behavior, Agency Costs and Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, vol.3, octobre 1976, p.305-360.
- Lamy, Droit du financement, Paris, 1993.
- Lehn, K., Netter, J. et Poulsen, A., «Consolidating Corporate Control : Dual-Class Recapitalisations versus Leverage Buyouts», *Journal of Financial Economics*, vol.27, 1990, p.557-580.
- Malatesta, P. et Walking, R., «Poison Pill Securities : Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol.20, janvier-mars 1988, p.347-376.
- Mallette et Fowler, «Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of «Poison Pills», *Academy of Management Journal*, vol.35, 1992, p.1010-1035.
- Partch, M., «The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholders' Wealth», *Journal of Financial Economics*, vol.18, 1987, p.313-339.
- Pound, «Beyond Takeovers : Politics come to Corporate Control», *Harvard Business Review*, vol.70, n°2, septembre-octobre 1992, p.83-93.
- Prat, S., *Les pactes d'actionnaires relatifs au transfert de valeurs mobilières*, Paris, Litec, 1992, 361 p.
- Ruback, R., «Coercive Dual-Class Exchange Offers», *Journal of Financial Economics*, vol.20, 1988, p.153-173.
- Ryngaert, M., «The Effects of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth», *Journal of Financial Economics*, vol.20, janvier-mars 1988, p.377-417.
- Smith, C. et Warner, J., «On Financial Contracting : an Analysis of Bond Covenants», *Journal of Financial Economics*, vol.7, n°2, 1979, p.117-162.
- Stiglitz, J., «Credit Market and the control of Capital», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.17, n°2, 1985, p.393-410.
- Stulz, R., «Managerial Control of Voting Rights : Financial Policies and the Market for Corporate Control», *Journal of Financial Economics*, vol.20, janvier-mars 1988, p.25-54.
- Stulz, R. et Johnson, H., «An Analysis of Secured Debt», *Journal of Financial Economics*, vol.14, n°4, 1985, p.500-522.
- Williamson, O., «Corporate Finance and Corporate Governance», *Journal of Finance*, vol.43, n°3, juillet 1988, p.567-591.