



ABSENCE DE PROPORTIONNALITE ENTRE PROPRIETE ET CONTROLE : VUE D'ENSEMBLE ET QUESTIONS A DEBATTRE

Publié par le Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, décembre 2007

At its meeting on 14 November 2007 the Steering Group on Corporate Governance agreed on a common position based on the OECD Principles of Corporate Governance about the issue of whether there should be proportionality between ownership and control (also known as one-share-one-vote) in listed companies.

TABLE DES MATIÈRES

SYNTHÈSE ET CONCLUSIONS	4
Synthèse des principaux résultats de l'étude.....	4
Conclusions.....	5
ABSENCE DE PROPORTIONNALITÉ ENTRE PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE : VUE D'ENSEMBLE ET QUESTIONS À DÉBATTRE	6
1. Introduction	7
2. Le débat sur la règle « une voix par action »	8
3. Proportionnalité et Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE.....	9
3.1 Recommandations portant sur la proportionnalité.....	9
3.2 La proportionnalité dans le cadre général des Principes.....	11
4. Dissociation des droits de vote et des droits aux flux de trésorerie : présentation des mécanismes...13	13
4.1 Tendances des cadres législatifs et réglementaires sur les questions de proportionnalité	14
5. Exemples d'application du principe de proportionnalité au plan international	20
5.1 La disproportion dans le monde : comparaisons internationales	20
5.2 Les MLP en Europe et dans le monde	21
5.3 Vers une diminution du rôle des actions à deux catégories ?	24
5.4 Le prix du contrôle disproportionné	25
6. Les MLP du point de vue des investisseurs institutionnels	27
6.1 Codes de gouvernement d'entreprise élaborés par les investisseurs	27
7. Questions de la compétence des législateurs et des instances de réglementation.....	35
7.1 Absence de proportionnalité : des mesures réglementaires peuvent-elles se justifier ?	36
7.2 Convient-il de réglementer la proportionnalité ?	41
7.3 Régulation de la captation d'avantages privés.....	45
BIBLIOGRAPHIE	48

Tableaux

Tableau 1. Lois, réglementations et critères de cotation s'appliquant à certaines MLP	18
Tableau 2. Existence de MLP chez les 20 plus grandes sociétés cotées de certains pays de l'OCDE (pourcentage par rapport à l'ensemble du groupe)	23
Tableau 3. Pourcentage des sociétés à double catégorie d'actions par rapport à l'ensemble des sociétés cotées/aux sociétés nouvellement cotées.....	25
Tableau 4. Codes de gouvernement d'entreprise élaborés par les groupes internationaux d'investisseurs 29	29
Tableau 5. Codes de gouvernement d'entreprise de certains pays de l'OCDE	30

Figures

Figure 1.	Raisons d'investir dans une société recourant à des MLP	34
Figure 2.	Raisons pour ne pas investir dans une société recourant à des MLP.....	35

SYNTHÈSE ET CONCLUSIONS

Synthèse des principaux résultats de l'étude

En vertu du principe de proportionnalité entre propriété et contrôle, tout actionnaire doit détenir une part équivalente de droits aux flux de trésorerie et de droits de vote. Les structures de vote s'écartant de ce précepte ont parfois suscité des inquiétudes : tout d'abord, les décalages entre propriété et contrôle peuvent accentuer la divergence entre les motivations des actionnaires de contrôle et celles des actionnaires minoritaires ; deuxièmement, la dissociation des droits de vote et des droits aux flux de trésorerie pourrait obérer l'efficacité des mécanismes de marché en matière de propriété et de contrôle. Les autorités doivent donc déterminer si ces inconvénients apparaissent effectivement et, le cas échéant, si leurs coûts économiques sont suffisamment élevés pour justifier des évolutions réglementaires.

Le débat sur la proportionnalité a refait surface récemment lorsque la Commission européenne a commandé une étude sur l'utilisation des mesures limitant la proportionnalité (MLP) dans plusieurs pays, notamment européens, afin de déterminer s'il convient d'harmoniser les réglementations en la matière. Sur la base de cette étude, le Commissaire responsable du marché intérieur et des services, M. Charlie McCreevy, a toutefois conclu qu'il est inutile que l'UE intervienne sur cette question.

Les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE ne prennent pas position sur la proportionnalité. Ils s'opposent cependant à l'existence de droits de vote distincts au sein d'une même catégorie d'actions et se prononcent en faveur de la transparence et de la divulgation des systèmes prévoyant une répartition non proportionnelle. En outre, leurs recommandations sur le traitement équitable des actionnaires plaident pour la protection des actionnaires minoritaires contre les actes abusifs qui pourraient être commis à leur encontre en conséquence d'une situation de disproportion. La priorité donnée par les Principes aux résultats économiques globaux pourrait justifier une réglementation de la proportionnalité lorsque des conséquences économiques significatives sont démontrées.

Dans la plupart des pays de l'OCDE, la législation prévoit un grand nombre de mécanismes permettant aux sociétés cotées de dissocier droits de vote et droits aux flux de trésorerie. Parmi les nombreuses options permettant de jouer sur les droits de vote, la plupart des juridictions et places de marché autorisent le recours à des catégories d'actions multiples et presque toutes acceptent les structures pyramidales ou « en cascade ». La plupart des juridictions prévoient parmi leurs mécanismes de verrouillage du contrôle un système de plafonnement des droits de vote. En outre, un certain nombre d'instruments ne s'écartant pas en eux-mêmes du principe de proportionnalité peuvent être utilisés pour renforcer l'effet des MLP, notamment dans la plupart des pays les participations croisées et les pactes d'actionnaires. En d'autres termes, on ne saurait aborder la question de la proportionnalité simplement sous l'angle de la différenciation des droits de vote afférents aux actions ordinaires d'une société.

Des études empiriques démontrent que, bien que les MLP soient largement disponibles dans la plupart des pays, le nombre de sociétés y recourant est cependant restreint. Cela s'explique par un certain nombre

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

de facteurs, notamment les règles fiscales (expliquant par exemple l'absence de structures pyramidales aux États-Unis), les pressions du marché (à l'origine notamment de la faible proportion de mécanismes de différenciation des droits de vote au Royaume-Uni) et les différences entre les pays quant aux possibilités de captation d'avantages privés. En outre, ces mécanismes sont dans une certaine mesure substituables et ne sont donc généralement pas utilisés simultanément.

Aucune tendance claire ne se dégage en matière de MLP, que ce soit pour leur disponibilité ou pour leur mise en œuvre. Au cours des dernières années, certaines économies en transition ont, dans le cadre de leurs réformes nationales pour améliorer le gouvernement d'entreprise, pris des initiatives visant à supprimer la différenciation des droits de vote.

Certains membres de l'OCDE (par exemple la Finlande ou l'Italie) ont au contraire libéralisé les règles portant sur les MLP. En ce qui concerne l'utilisation effective des MLP, les comparaisons internationales ont mis en évidence la raréfaction des actions à deux catégories (également désignées dans ce document par le terme « structures duales ») au cours des dix dernières années.

L'analyse des cours révèle que les investisseurs minoritaires bénéficient d'une décote, et peuvent donc dégager des rendements plus élevés, en compensation de l'existence de MLP. Ces décotes varient en fonction de la qualité des cadres juridiques et réglementaires, reflétant ainsi le risque perçu d'expropriation par les actionnaires de contrôle.

Les investisseurs institutionnels et les associations d'actionnaires ont participé activement aux débats récents sur la proportionnalité. Ils sont largement favorables à l'unification des structures de vote attachées aux actions ordinaires (principe « une voix par action ») ainsi qu'à d'autres mesures visant à éviter tout contrôle disproportionné. Plusieurs de leurs organes représentatifs ont émis des recommandations à cet effet. Ces opérateurs investissent néanmoins dans des sociétés recourant à des MLP s'ils peuvent bénéficier de décotes suffisantes. Vraisemblablement, leur position dépend pour partie des opportunités que ces sociétés offrent à leurs yeux par rapport aux autres entreprises et pour partie de leur crainte de souffrir d'une captation excessive d'avantages privés. La position adoptée par les investisseurs institutionnels vis-à-vis des actions à votes multiples au cours de certaines OPA récentes pourrait en outre indiquer qu'ils en sont eux-mêmes venus à accorder une valeur de plus en plus grande à l'influence.

Conclusions

- *La dissociation de la propriété et du contrôle ne constitue pas a priori une charge.* Au contraire, au vu des différences qui existent en termes d'expertise et de ressources chez les agents économiques concernés, elle contribue souvent à une plus grande efficacité. Toutefois, les actionnaires bénéficiant d'un pouvoir de contrôle disproportionné par rapport à leur participation pourraient être incités à rechercher des avantages personnels aux dépens des actionnaires minoritaires. Ces derniers ont la possibilité d'obtenir une compensation intégrale sous la forme d'une décote. Cela serait toutefois susceptible, d'un point de vue sociétal, de constituer une défaillance de marché et une source d'inefficacité économique.
- *La réglementation de la proportionnalité impliquerait un coût très important.* Interdire simplement la différenciation des droits de vote attachés aux actions des sociétés ne serait ni efficace ni efficient. Les MLP disponibles sont si nombreuses que les propriétaires en place pourraient simplement chercher à parvenir au même résultat par d'autres voies. Pour que le principe de proportionnalité soit respecté, une réglementation large ciblant plusieurs aspects du gouvernement d'entreprise ainsi que, sans doute, des dispositifs fiscaux et de nouveaux

instruments financiers, seraient nécessaires. Ces mesures ambitieuses auraient pour effet direct, entre autres conséquences négatives, de dissuader les propriétaires exploitants de coter leur entreprise en bourse. Une telle réglementation multiforme induirait également des coûts indirects grevant notamment des activités économiques sans lien avec les MLP. Le coût d'une réglementation plus souple, par exemple le recours au principe « se conformer ou expliquer », bien qu'inférieur, pourrait tout de même être excessif.

- *Le renforcement des régimes de gouvernement d'entreprise constitue une solution plus efficace.* Si la crainte d'avantages privés excessifs est à la source des inefficiences, la première solution serait donc de dissuader leur captation. C'est ce qu'illustre le fait que les MLP ont moins d'influence sur les investisseurs dans les pays disposant de cadres juridiques et réglementaires solides, notamment en matière de diffusion de l'information et d'attribution de droits exécutoires aux actionnaires minoritaires. Des mesures destinées à réglementer les transactions avec des parties liées et à encourager la participation des actionnaires minoritaires aux assemblées générales d'actionnaires pourraient être envisagées dans ce contexte. Les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE recommandent des régimes et des pratiques de gouvernement d'entreprise qui, s'ils sont pleinement appliqués, permettent se rapprocher sensiblement de cet objectif.
- *Une réglementation soigneusement ciblée pourrait également régler certains problèmes.* Les pays souffrant de régimes de gouvernement d'entreprise défectueux peuvent être incapables de dissuader certains types d'abus et doivent donc réglementer certaines formes de proportionnalité. Ces réglementations doivent se fonder sur des principes reconnus visant à analyser leur impact, notamment une analyse coûts-avantages et une appréciation méthodique des différentes options disponibles.

ABSENCE DE PROPORTIONNALITÉ ENTRE PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE : VUE D'ENSEMBLE ET QUESTIONS À DÉBATTRE

L'objet du présent document est d'étayer le débat sur la proportionnalité entre droits de vote et droits aux flux de trésorerie, en prenant comme point de départ le consensus des Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE (« les Principes »). Il fait suite à la décision prise par le Groupe de direction lors de sa réunion de novembre 2006 de mener au sein de l'OCDE un débat sur les politiques une fois l'enquête de l'UE achevée. Cet exercice s'inscrit dans le cadre des études thématiques du PTB 2007-2008.

Cette étude s'articule autour de six axes principaux : après une brève introduction, elle résume le débat qui a eu lieu dans certains pays de l'OCDE sur les avantages et inconvénients de la proportionnalité ; elle met en évidence les principales parties des Principes ayant un lien avec celui-ci ; elle présente diverses données sur l'existence et l'utilisation de mesures limitant la proportionnalité (MLP) dans certains pays ; elle passe en revue les études empiriques menées sur les coûts et impacts des dérogations au principe de proportionnalité ; elle présente la position des investisseurs institutionnels qui, en particulier en Europe, ont

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

participé au débat ; elle évoque pour conclure les coûts et avantages probables d'une évolution vers davantage de proportionnalité.

1. Introduction

En vertu du principe dit « de proportionnalité », tout actionnaire doit détenir une part équivalente de droits aux flux de trésorerie et de droits de vote : c'est ce que l'on appelle couramment la proportionnalité entre propriété et contrôle. Pour beaucoup, la proportionnalité constitue à double titre un principe « logique » : tout d'abord, ce sont les actionnaires qui, en leur qualité de créanciers résiduels, ont le plus grand intérêt à maximiser la valeur de la société ; deuxièmement, les droits de vote doivent concorder avec les incitations économiques. En outre, les débats publics récents sur la proportionnalité ont comporté une dimension émotionnelle : l'idée selon laquelle chaque part du capital confère à ses détenteurs une influence identique séduit par son côté intuitif. Elle est à l'origine de slogans tels que la « démocratie actionnariale » – un vocable assez imprécis car les principes démocratiques modernes impliqueraient que l'influence et le nombre d'actionnaires (plutôt que la part du capital détenue) soient proportionnels – se fondant sur de supposés parallèles entre l'organisation du pouvoir dans la société et dans d'entreprise.

Toutefois, toute analyse de la proportionnalité se fonde nécessairement sur le principe selon lequel la dissociation entre les droits aux flux de trésorerie et les droits de vote, ou les processus contractuels privés qui l'accompagnent, ne sont pas *a priori* dommageables. Les théories de la finance et du gouvernement d'entreprise partent du postulat que ce sont souvent des personnes différentes qui détiennent les actifs et ont la capacité de les gérer et qu'une certaine dissociation est dès lors optimale. La séparation entre propriété et pouvoir de direction pose toutefois un problème classique de gouvernement d'entreprise : en conséquence de l'autorité qui leur est déléguée, les cadres dirigeants peuvent prendre des initiatives visant à accroître leurs avantages privés aux dépens de la valeur actionnariale (le « problème de la relation d'agence »). Les actionnaires peuvent restreindre ces violations de leurs intérêts en recourant à des mécanismes d'incitation appropriés ou en surveillant l'activité des dirigeants. Ils évitent toutefois généralement de le faire, à moins qu'ils ne possèdent les informations nécessaires. Les petits porteurs ne sont en particulier pas encouragés à surveiller l'action de la direction : ils devraient eux-mêmes en supporter totalement le coût alors que seule une part infime des bénéfices leur serait attribuée (le « problème de l'incitation »).

Les ouvrages traitant du gouvernement d'entreprise posent par conséquent qu'un certain degré de concentration de la propriété (et, dans certains cas, du contrôle) améliore l'efficacité car il contribue à résoudre les problèmes de la relation d'agence et de l'incitation et prévient l'« enracinement » des dirigeants en place. Toutefois, la concentration de la propriété et du contrôle élargit également les possibilités d'opérations pour compte propre et d'expropriation effective des actionnaires minoritaires. Ce problème se trouve encore aggravé lorsque la concentration du contrôle est subordonnée à une forte disproportion entre droits de vote et droits aux flux de trésorerie, celle-ci venant accentuer la divergence entre les motivations des actionnaires de contrôle et des actionnaires minoritaires. Il s'agit de l'un des deux principaux arguments théoriques plaçant contre les écarts – ou, du moins, les écarts excessifs – au principe de proportionnalité.

Le deuxième argument consiste à dire que la dissociation des droits de vote et des droits aux flux de trésorerie pourrait réduire l'efficacité des marchés en matière de propriété et de contrôle. Le principe d'efficacité sous-tend que lesdits marchés attribuent les actifs de l'entreprise à ceux qui ont la capacité de maximiser leur rendement économique. Mais, si les droits de vote et les droits aux flux de trésorerie sont dissociés, la meilleure offre pour les blocs de contrôle pourrait provenir des investisseurs qui pensent pouvoir dégager les avantages privés les plus importants, aux dépens de la maximisation de la valeur

actionnariale. Cet aspect sort toutefois du cadre de cette étude qui s'intéresse à la relation directe entre proportionnalité et gouvernement d'entreprise.

Il apparaît donc en somme que la proportionnalité n'est pas systématiquement un facteur de bien-être économique. C'est ce qu'ont rappelé récemment de nombreux travaux universitaires. Le fait que beaucoup d'actionnaires ne semblent pas exiger le respect de ce principe vient encore le confirmer. La liberté de contracter est au cœur des économies de marché et la charge de la preuve doit incomber à ceux qui estiment qu'elle est contraire à l'intérêt général.

2. Le débat sur la règle « une voix par action »

Aux États-Unis, la controverse autour du principe « une voix par action » a débuté dès 1925 lorsque l'émission d'actions ordinaires sans droit de vote par certaines grandes sociétés a provoqué une importante vague de protestations. L'année suivante, le NYSE prit position contre les dérogations à la règle de proportionnalité, s'appuyant sur une citation du *NYSE Listed Company Manual* évoquant « un engagement de longue date envers des normes exigeantes en matière de démocratie actionnariale »¹. Le NASDAQ et l'AMEX ont cependant opté pour des politiques différentes, concurrençant ainsi le NYSE en attirant des sociétés émettant des actions à deux catégories. Dans les années 1980, une vague de rachats contraignit un nombre croissant de sociétés américaines à étudier leurs possibilités de défense et à revoir leurs structures de contrôle. La question de la proportionnalité revint alors au premier plan et le NYSE autorisa finalement ses sociétés cotées à utiliser des structures duales.

À la suite de ces événements, la SEC proposa une règle interdisant d'inscrire à la cote ou d'inclure au NASDAQ les actions d'un émetteur « ayant pour effet d'annuler, de restreindre ou de réduire de manière inégale les droits de vote par titre » d'une ou plusieurs catégories d'actions ordinaires de l'émetteur. Cette règle autorisait l'introduction en bourse d'actions à droits de vote « disparates » et l'émission, lors d'une offre publique ou d'une acquisition, d'actions à droits de vote limités. La diminution des droits de vote afférents à des actions déjà cotées, les restrictions de droits basées sur la durée de détention par l'actionnaire ainsi que le plafonnement des votes étaient toutefois interdits². Les places américaines et le NASDAQ ont volontairement adopté en 1994 des dispositions équivalentes incluses à leurs propres règles de cotation.

La Commission européenne – notamment dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers – a engagé une réflexion visant à parvenir à un marché financier unifié et plus efficient, en particulier en développant un marché du contrôle des sociétés. Ainsi, la Directive de l'UE sur les OPA de 2003 entend interdire les mesures de défense prises sans l'assentiment des actionnaires et met en place une règle dite de neutralisation restreignant l'utilisation des actions à droits de vote élevés pour contrecarrer les offres publiques d'achat. Toutefois, la plupart des pays membres ont choisi de s'affranchir de ces dispositions.

Au cours des débats préliminaires, une proposition visant notamment à imposer le principe de la neutralité du conseil d'administration fut rejetée par le Parlement européen. La principale raison en est que les représentants des pays où la différenciation des droits de vote est interdite en vertu du principe « une voix par action » (pays qui, pour certains d'entre eux, ne prévoient pas de droits de revote en cas d'OPA) craignaient que leurs sociétés soient privées de moyens de défense contre les offres d'achat. Les demandes se sont ainsi faites de plus en plus pressantes pour établir des règles du jeu équitable sur les marchés

¹ Loss, L. et J. Seligman (2003), *Securities Regulation*, 3^e édition, New York.

² Ferrarini (2006).

financiers européens en supprimant les divergences existant entre lois nationales sur certains mécanismes de contrôle (Rickford, 2006). Le Groupe d'experts de haut niveau en matière de droit des sociétés (« Groupe Winter ») fut alors constitué pour formuler des recommandations permettant de sortir de l'impasse. La Directive finalement adoptée n'était pas à la hauteur des ambitions affichées par le Groupe d'experts, le projet ayant essuyé de vives critiques des milieux d'affaires et des groupes d'intérêt nationaux. Pour ces derniers, une solution unique ne pouvait être satisfaisante, plusieurs types de MLP étant utilisées et les différences en termes de concentration et de structures capitalistiques étant importantes au plan européen.

L'étude demandée par la Commission européenne en 2007 constitue la dernière contribution importante à ce débat. Elle n'aborde pas la question des offres publiques d'achat et s'intéresse plutôt à l'utilisation des MLP dans plusieurs pays européens et non européens afin de déterminer s'il convient ou non d'harmoniser la réglementation des mécanismes d'amélioration du contrôle³. Le dossier a toutefois connu un nouveau rebondissement le 3 octobre 2007 lorsque Charlie McCreevy, Commissaire européen responsable du marché intérieur et des services, a annoncé publiquement qu'il est à ses yeux « inutile que l'UE intervienne sur cette question »⁴. Il semble que cela ait gelé, du moins pour le moment, les travaux européens sur ce thème.

3. Proportionnalité et Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE

Les Principes de gouvernement d'entreprise constituent une référence permettant d'évaluer la pertinence du principe de proportionnalité au sein de la zone de l'OCDE. Les Principes sont un document sans caractère contraignant, fondé sur un consensus entre des juridictions diverses et ils ne proposent par conséquent que des recommandations limitées sur les avantages et inconvénients des choix réglementaires donnés. Toutefois, les différences en matière de proportionnalité comportent plusieurs enjeux, notamment d'appréciation, qui entretiennent des liens étroits et influents en dernier ressort sur la cohérence du système de gouvernement d'entreprise dans son ensemble.

Cette section porte pour l'essentiel sur trois questions de proportionnalité et présente pour chacune d'entre-elles les orientations que l'on peut retirer des Principes : (1) Les écarts au principe de proportionnalité, quels que soient les types de MLP dont ils relèvent, sont-ils incompatibles avec les Principes (ou certaines de leurs parties) ? (2) Parmi les autres valeurs qu'embrassent les Principes, notamment en ce qui concerne les principales fonctions des détenteurs de capital et le traitement équitable des actionnaires, quelles sont celles qui pourraient être affectées par des écarts au principe de proportionnalité ? (3) Dans quelle mesure les Principes concernent-ils des avantages économiques plus larges que la proportionnalité serait susceptible d'accroître ou de menacer ?

3.1 *Recommandations portant sur la proportionnalité*

Les Principes dans leur ensemble ne se prononcent pas sur la réglementation des droits de vote. Les notes explicatives sur le Chapitre III (Traitement équitable des actionnaires) précisent que, de manière

³ Commission européenne (2007), Rapport sur le principe de proportionnalité dans l'Union européenne, 18 mai 2007. Document réalisé en collaboration avec International Shareholder Services, Shearman and Sterling LLP et l'Institut européen de gouvernement d'entreprise (ECGI).

⁴ Le discours du Commissaire Charlie McCreevy est disponible en anglais sur le site Internet de la Commission : <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/07/592&format=PDF&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

générale, « [les] Principes ne prennent pas position sur la règle ‘une voix par action’ ». Ils indiquent de plus que « ce sont la direction et le conseil d’administration qui sont les mieux placés pour décider de la structure optimale du capital de l’entreprise, sous réserve de son approbation par les actionnaires » – ce qui constitue en substance une prise de position en faveur de la liberté de contracter.

Les Principes traitent de différentes catégories d’actions : « Toutes les actions d’une série d’actions d’une classe donnée doivent conférer les mêmes droits. Tous les investisseurs doivent pouvoir obtenir des informations sur les droits attachés à chaque série et classe d’actions avant même d’acquérir des titres. Toute modification des droits de vote doit être soumise à l’approbation des classes d’actionnaires affectées négativement par cette décision. » (Principe III.A.1) La première phrase de cet extrait reconnaît l’existence de différentes catégories d’actions conférant différents droits. Cela pourrait vraisemblablement avoir des conséquences sur l’utilisation de certaines MLP abordées dans la précédente section, notamment les actions à droits de vote double dont les voix sont fonction de la période de détention. Selon les recommandations de la Méthodologie du Groupe de direction, il convient, pour évaluer si les Principes sont pleinement appliqués, d’apprécier non seulement les pratiques elles-mêmes mais également la mesure dans laquelle elles sont « transparentes, non discriminatoires, incluses dans les statuts de la société et/ou approuvées par les actionnaires »⁵.

La dernière phrase du principe III.A.1 porte, entre autres, sur l’introduction des actions à deux catégories et sur leur unification. Les notes explicatives indiquent en outre que « [les] propositions visant à modifier les droits de vote accordés aux différentes séries et classes d’actions doivent être soumises à l’assemblée générale des actionnaires pour approbation à une majorité déterminée des actions avec droits de vote dans les catégories concernées. » Cette disposition, que l’on retrouve dans le droit des sociétés de nombreux pays, constitue par certains aspects une mesure de protection des actionnaires minoritaires : ce n’est pas seulement l’approbation de la majorité du capital votant qui est requise, mais également celle de la majorité de chaque catégorie d’actionnaires directement concernée. De même, toute réduction des droits des détenteurs d’une catégorie d’actions particulière serait subordonnée à leur accord.

Le principe II.A.4, en vertu duquel les droits élémentaires des actionnaires doivent comprendre celui de « participer et de voter aux assemblées générales des actionnaires », peut également s’appliquer. Cette recommandation pourrait être interprétée strictement comme s’opposant aux actions sans droit de vote. Toutefois, la Méthodologie adopte la position selon laquelle « l’existence de ces actions [sans droits de vote] ne signifie pas nécessairement que le principe n’est pas appliqué, puisque les Principes prévoient différentes catégories d’actions et ne préconisent rien quant à des droits spécifiques ». La Méthodologie reconnaît néanmoins que « lorsque cette catégorie d’actions est très répandue et que les actions assorties de droits de vote sont très limitées, (...) cette structure est susceptible de favoriser le développement insuffisant des normes de gouvernement d’entreprise et d’être étroitement associée à la non-application d’autres principes ».

Deux autres dispositions des Principes viennent encore appuyer l’importance de la transparence et de la diffusion de l’information. Le principe V.A.3 du Chapitre V (Transparence et diffusion de l’information), prévoit que « [la] diffusion de ces informations doit porter, de façon non exclusive, sur (...) les principales participations au capital et les droits de vote ». Cette disposition ne se limite pas à la différenciation des droits de vote ; elle englobe toutes les formes de MLP, notamment les structures pyramidales et les participations croisées. Les notes explicatives au Chapitre V posent en principe que « [ce] droit à l’information doit aussi s’appliquer à la structure d’un groupe d’entreprises et aux relations

⁵ Méthodologie d’évaluation de la mise en œuvre des Principes de l’OCDE sur le gouvernement d’entreprise (2007), pp. 62-63.

entre les sociétés appartenant au groupe. Il doit faire la transparence sur les objectifs, la nature et la structure du groupe. (...) Ce type d'information comporte parfois des données relatives aux principaux actionnaires et aux autres actionnaires qui, directement ou indirectement, contrôlent ou sont susceptibles de contrôler l'entreprise, notamment via des droits de vote spéciaux, des pactes d'actionnaires, la détention de blocs d'actions importants ou assurant le contrôle, des participations croisées importantes et des garanties réciproques. »

En vertu du Principe II.D du Chapitre II (Droits des actionnaires et principales fonctions des détenteurs du capital), « il convient de rendre publics les structures du capital et les dispositifs qui permettent à certains actionnaires d'exercer sur une société un contrôle disproportionné par rapport au montant de leur participation. » Comme pour le point précédent, les notes explicatives au principe II.D font directement référence aux mécanismes de contrôle ne relevant pas d'une limitation des droits de vote : « Les structures pyramidales et les participations croisées ainsi que les actions à droits de vote restreints ou multiples peuvent servir à réduire la capacité des actionnaires minoritaires à influencer sur les orientations stratégiques de la société. (...) [le système de plafonnement des voix] redistribue en conséquence le contrôle de la société et peut avoir des conséquences sur les incitations pour les actionnaires à participer aux assemblées générales (...) [Les actionnaires] peuvent raisonnablement escompter que toutes les structures de propriété et arrangements de cet ordre donnent lieu à publicité ». La Méthodologie recourt à une formulation particulièrement sévère lorsqu'elle traite des structures pyramidales (principe II.D) : « le contrôle est particulièrement opaque dans ces groupes, en partie parce que des entreprises privées sur lesquelles on ne dispose guère d'informations sont intégrées dans la pyramide. (...) Les participations croisées entre entreprises sont également répandues mais (...) sont souvent limitées par la loi... La transparence est souvent médiocre dans ce domaine. »

En somme, les Principes ne préconisent nullement l'application de la règle « une voix par action » ni même ne l'utilisent comme référence pour évaluer les pratiques de gouvernement d'entreprise. Ils reconnaissent toutefois que les structures de vote les plus complexes doivent s'accompagner d'un certain nombre d'autres mesures visant à promouvoir une bonne gestion des affaires de l'entreprise. Les Principes font ainsi plusieurs fois référence à la nécessité de la transparence et de la diffusion d'information eue égard aux MLP. Ils font en outre plusieurs recommandations détaillées pouvant contribuer à éviter les conséquences négatives découlant de la séparation entre propriété et contrôle. Certaines de ces préconisations sont abordées ci-après.

3.2 La proportionnalité dans le cadre général des Principes

Comme on l'a vu à la section 1, les principales inquiétudes sur les MLP portent en partie sur l'effet qu'elles pourraient avoir sur la relation entre, d'une part, les actionnaires et la direction de l'entreprise et, de l'autre, les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. Les droits des actionnaires vis-à-vis des conseils d'administration ainsi que leur traitement équitable sont l'un des principaux thèmes des Chapitres II et III des Principes. Certaines dispositions du Chapitre II sur la nécessité d'éviter l'enracinement des dirigeants pourraient, si elles étaient interprétées strictement, remettre en question le bien-fondé des MLP. Toutefois, les notes comme la Méthodologie se donnent pour principal objectif d'empêcher la violation des droits contractuels et juridiques des actionnaires.

3.2.1 Traitement équitable des actionnaires

Le principe général du Chapitre III affirme également qu'« un régime de gouvernement d'entreprise doit assurer un traitement équitable de tous les actionnaires, y compris les actionnaires minoritaires et étrangers. » L'importance de cet énoncé est évidente pour les MLP, instruments dont le principal objectif

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

est de renforcer l'influence de certains actionnaires ; il porte sur les comportements susceptibles de léser certaines parties.

De manière plus concrète, le Principe III.A.2 pose que « [les] actionnaires minoritaires doivent être protégés contre les actes abusifs commis directement ou indirectement par les actionnaires de contrôle ou dans leur intérêt, et disposer de voies de recours efficaces. ». Cette disposition revêt une importance centrale car elle traite de l'expropriation des actionnaires minoritaires susceptible dans certains cas de découler d'une forte concentration du capital ou du contrôle. Les notes explicatives sur ce principe sont tout aussi pertinentes lorsqu'elles soulignent que « [le] risque d'abus est important lorsque le droit permet, et le marché accepte, que les actionnaires de contrôle exercent un contrôle sans rapport avec les risques qu'ils assument en tant que détenteurs du capital en tirant parti de mécanismes juridiques permettant de séparer la propriété du contrôle, comme les structures pyramidales ou les droits de vote multiples. Ces abus peut revêtir des formes diverses, au nombre desquelles la captation d'avantages privés directs, se concrétisant par des rémunérations élevées ou l'attribution de primes pour les employés membres de la famille ou pour des associés, des transactions abusives avec des parties liées, des décisions commerciales systématiquement biaisées ou encore des modifications de la structure du capital obtenues au moyen d'émissions d'actions spéciales favorisant l'actionnaire de contrôle. »

Toujours sur cette question, le principe III.B précise que « [l]es opérations d'initiés et les opérations pour compte propre abusives doivent être interdites. » De telles pratiques peuvent évidemment avoir cours au sein de systèmes parfaitement proportionnels, mais des problèmes supplémentaires se posent lorsque la concentration des votes protège les cadres dirigeants et/ou permet leur enracinement.

Enfin, les dispositions du Chapitre VI (Responsabilités du conseil d'administration) s'appliquent directement à notre sujet. Le Principe VI.A traite des devoirs de diligence et de loyauté incombant aux administrateurs, qui sont ainsi tenus envers les actionnaires d'agir « dans l'intérêt de la société ». Le devoir de protection des actionnaires minoritaires est évoqué en termes encore plus clairs au principe VI.B, qui pose que « [lorsque] les décisions du Conseil d'administration peuvent affecter de manière variable les différentes catégories d'actionnaires, le conseil d'administration doit veiller à traiter équitablement tous les actionnaires ». Cette disposition prévoit pour l'essentiel que même lorsque les intérêts des actionnaires de contrôle et minoritaires sont contradictoires, il est du devoir du conseil d'administration de veiller à ce que le pouvoir de contrôle ne soit pas utilisé aux dépens d'un groupe ou de l'autre. Les notes insistent sur ce point, faisant observer que « [le] respect de ce principe est d'autant plus important en présence d'actionnaires de contrôle qui, de fait, sont en mesure de choisir tous les administrateurs. » Là encore, bien que cet énoncé puisse s'appliquer aux MLP, il ne se restreint nullement au débat sur la proportionnalité ; au sein même d'un système régi par la règle « une voix par action », un actionnariat fortement concentré générerait des problèmes comparables.

3.2.2 *Les Principes et l'intérêt général*

Les Principes reconnaissent en outre que les réglementations élaborées par les pouvoirs publics doivent servir l'intérêt général, ce qui constitue l'un des piliers théoriques du Chapitre I (Mise en place des fondements d'un régime de gouvernement d'entreprise efficace). En particulier, le Principe I.A pose qu'« [un] régime de gouvernement d'entreprise doit être élaboré en tenant compte de ses effets sur les performances globales de l'économie, de l'intégrité des marchés en promouvant leur transparence et leur efficacité, ainsi que des incitations qu'il crée pour les participants au marché. » Ses notes précisent que « [les pouvoirs publics] doivent continuer de concentrer leur action sur les résultats économiques finaux et, lorsqu'ils doivent faire des choix entre plusieurs politiques, ils doivent procéder à une analyse de l'impact des principaux paramètres ayant des incidences sur le fonctionnement des marchés. »

En ce qui concerne la proportionnalité, ces propositions impliquent que les pouvoirs publics, en plus de garantir les fondements du gouvernement d'entreprise que sont par exemple la surveillance du conseil et la non-discrimination des actionnaires, pourraient engager des actions qui ne soient pas motivées par les intérêts des différents actionnaires ou parties prenantes de la société. Cela sera par exemple le cas lorsqu'elles détectent des défaillances de marché dont la correction permet un bien-être supérieur aux coûts réglementaires qui lui sont associés [pour un exposé sur ce point, voir *Vers une meilleure réglementation du gouvernement d'entreprise : Expérience de la mise en œuvre de l'analyse d'impact de la réglementation* (2007)]. Là encore, les Principes enjoignent les instances de réglementation à pallier à ces dysfonctionnements si elles sont convaincues que l'adoption de lois ou de réglementations favorisa les « performances globales de l'économie ».

4. Dissociation des droits de vote et des droits aux flux de trésorerie : présentation des mécanismes

Les publications économiques recensent habituellement deux principaux moyens pour les actionnaires de décupler les flux de trésorerie et les droits de votes attachés aux actions : la démultiplication du pouvoir de vote et les mécanismes de « verrouillage » du contrôle. Les systèmes les plus courants sont présentés ci-après. Nous n'aborderons pas dans la présente section plusieurs mécanismes internes aux sociétés qui peuvent être utilisés dans certaines circonstances pour démultiplier le pouvoir de contrôle de certains actionnaires. Par exemple, les débats en cours aux États-Unis sur les mécanismes de procuration et les systèmes de vote utilisés lors des assemblées générales (majorité absolue ou relative) pourraient avoir d'importantes conséquences sur la répartition des droits de contrôle dans les sociétés américaines. En outre, les investisseurs, notamment les cadres dirigeants en place, peuvent accéder de plus en plus facilement sur le marché à plusieurs instruments financiers leur permettant de protéger leur participation au capital d'une société tout en conservant des droits de vote.

Démultiplication du pouvoir de vote. Les deux principaux types de MLP utilisés pour optimiser les droits de vote des personnes physiques, créant ainsi des actionnaires de contrôle, sont la différenciation des droits de vote attachés aux actions de la société et les structures intégrant plusieurs sociétés. Les mécanismes utilisés sont les suivants :

- *Différenciation des droits de vote.* Le moyen le plus simple – et, selon les cas, le plus transparent – de démultiplier le pouvoir de vote consiste à prévoir dans les statuts de la société une différenciation des droits de vote. Les sociétés ont ainsi pu recourir à plusieurs systèmes différents, par exemple structures duales ou encore émission en sus des actions ordinaires d'actions sans droit de votes ou d'actions préférentielles à droits de vote limités. Cette dernière solution est un cas limite : les actions préférentielles ont des caractéristiques communes avec les titres de créance et avec les actions et, dans la plupart des juridictions, sont assorties de droits de vote lorsque les émetteurs n'honorent pas leurs engagements.
- *Structures intégrant plusieurs sociétés.* Les droits de vote peuvent être dissociés des droits aux flux de trésorerie au sein d'une même catégorie d'actions en créant une série de participations en cascade ou une structure hiérarchique au sein de laquelle les sociétés du niveau supérieur détiennent des actions de sociétés du niveau inférieur. Les pyramides sont complémentaires des structures duales dans la mesure où presque toutes les structures de contrôle de ce type peuvent être reproduites par le truchement d'actions à deux catégories (ou, mieux encore, à catégories multiples). Toutefois, pour les structures de contrôle les plus complexes, la préférence des actionnaires de contrôle ira sans doute aux pyramides, les actions utilisées dans ces montages étant souvent plus liquides que les titres répartis en plusieurs classes. (*Dans la suite du document,*

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

le mot « pyramide » désignera aussi bien les structures purement pyramidales que les participations en cascade.)

Mécanismes de verrouillage. L'autre principale catégorie de MLP englobe les instruments permettant de verrouiller le contrôle du capital – c'est-à-dire de restreindre les droits de vote attachés aux actions ordinaires, voire dans certains cas de les démultiplier. Le plafonnement des droits de vote, qui impose un seuil donné au nombre de voix qu'un actionnaire est autorisé à détenir indépendamment du nombre d'actions qu'il peut effectivement posséder, constitue de toute évidence un mécanisme de verrouillage⁶. Les actions prioritaires, qui permettent à leurs détenteurs de jouir de pouvoirs extraordinaires pour certains types de décisions stratégiques, sont un mécanisme attribuant des droits de vote plus étendus à certains actionnaires. Lorsque l'État les détient, ces instruments de blocage prennent le nom d'« actions spécifiques ». Enfin, les statuts de la société ou la législation nationale peuvent prévoir un système de majorité qualifiée en vertu duquel la majorité simple ne saurait suffire à approuver certaines décisions stratégiques importantes⁷.

Instruments connexes ou complémentaires. D'autres instruments, qui ne sont pas en tant que tels une source de disproportion, peuvent démultiplier l'effet des MLP ou entraîner des conséquences similaires en termes de gouvernement d'entreprise. Les participations croisées peuvent ainsi venir renforcer l'efficacité des MLP et font par conséquent souvent partie intégrante de structures pyramidales. Les pactes d'actionnaires constituent un deuxième instrument de cette nature. Bien que des actionnaires agissant de concert dans le cadre d'un accord propre puissent parvenir à de mêmes effets, les pactes permettent à leurs membres de s'assurer d'une coalition. Selon les conclusions d'une étude récente, ces dispositifs tendraient à remplacer les structures pyramidales en Italie (Bianchi et Bianco, 2006). Lorsqu'il existe un risque d'enracinement de la direction, des limites de propriété – qui n'affectent pas en tant que tels l'équilibre entre contrôle et droits aux flux de trésorerie – peuvent être utilisées pour empêcher les dirigeants de contrôler le capital de la société.

4.1 Tendances des cadres législatifs et réglementaires sur les questions de proportionnalité

De nombreux gouvernements de l'OCDE ont cherché au cours des dernières décennies à améliorer les cadres régissant la propriété et le contrôle de l'entreprise. L'étude publiée en 2005 par Goergen *et al.*⁸ constitue la comparaison internationale la plus complète sur les tendances de long terme dans ce domaine. Elle présente notamment une vue d'ensemble de l'évolution de trois MLP dans 30 pays européens depuis 1990. Pour analyser la législation régissant ces trois mécanismes de séparation de la propriété et du contrôle (plafonnement des droits de vote, actions sans droit de votes et structures duales), les auteurs se fondent sur une base de données détaillée portant sur le gouvernement d'entreprise⁹. Cette étude semble

⁶ L'utilisation de certificats de dépôt (courante aux Pays-Bas seulement) pour dissocier complètement droits aux flux de trésorerie et droits de vote en est un autre exemple.

⁷ D'un point de vue technique, les systèmes de majorité qualifiée constituent des MLP. Ils limitent en effet dans certaines circonstances les droits de vote attachés aux participations les plus importantes. Toutefois, leurs conséquences en termes de gouvernement d'entreprise sont pour l'essentiel contraires à celles des autres PLM, leur objectif étant de limiter les abus liés à la concentration du contrôle.

⁸ Cette étude porte principalement sur la réglementation des offres publiques d'achat. Elle examine toutefois également un nombre restreint de MLP.

⁹ La base de données « Martynova-Renneboog » sur le gouvernement d'entreprise se fonde sur un questionnaire soumis à des spécialistes juridiques nationaux. Elle ne relève pas actuellement du domaine public.

conclure que, même si cette évolution n'est pas uniforme, les pays européens restreignent aujourd'hui davantage l'utilisation des MLP. Les données présentées peuvent cependant être interprétées de plusieurs manières.

Les actions sans droit de vote, un mécanisme pour lequel, en 1990 déjà, peu de juridictions imposaient des restrictions, ont été autorisées par deux pays supplémentaires entre 1990 et 2004. Durant cette période, aucun pays n'a interdit cet instrument alors que le recours aux actions à deux catégories a été au contraire prohibé dans cinq pays européens. Cependant, à la seule exception de l'Allemagne, ces décisions illustrent le durcissement des pratiques nationales chez les nouveaux pays de l'UE et chez les pays candidats. Nombre d'entre eux ont été contraints de prendre des mesures en réaction aux dérives constatées en matière de gouvernement d'entreprise après leur passage à l'économie de marché. Le plafonnement des droits de vote a également été interdit dans quatre pays européens entre 1990 et 2004. Les économies en transition figurent là aussi en bonne place (deux pays sur quatre). Ces évolutions semblent avoir été motivées dans une large mesure par une volonté de stimuler les marchés nationaux du contrôle des sociétés.

Plus récemment, quelques rares pays membres de l'OCDE ont engagé des actions visant à limiter l'utilisation des MLP. En Corée, le Fair Trade Act a été amendé en 2005 en vue de restreindre un « usage excessif des participations croisées » chez les groupes d'entreprises de type « chaebol ». En vertu de ces aménagements, les sociétés dont les actifs s'élevaient à plus de 6 000 milliards KRW (6 milliards USD) ne pouvaient plus investir davantage de 25 % de leur actif net dans d'autres sociétés, y compris dans leurs propres unités. Comme pour certains exemples mentionnés plus haut, cette décision semble relever largement d'une réaction défensive des pouvoirs publics, l'économie du pays étant encore marquée par la crise financière de la fin des années 1990. Ces restrictions sur les participations croisées ont été assouplies en 2007. Le seuil a été relevé à 10 000 milliards KRW et la part de l'actif net pouvant être investi à l'extérieur porté à 40%¹⁰.

L'Italie a décidé en 2004 de libéraliser totalement le droit des sociétés. Les aménagements apportés au Code Civil ont permis d'accroître fortement la liberté de contracter des entreprises, notamment en ce qui concerne l'émission d'actions avec droits de vote et le recours au plafonnement des voix. Ces évolutions ont eu un impact moins significatif sur les sociétés cotées. Une plus grande latitude leur a toutefois été conférée pour définir le détail des droits attachés aux « actions à droit de vote limité » (titres assimilables aux actions sans droit de vote/préférentielles d'autres juridictions). À l'inverse, l'interdiction des structures duales est demeurée en vigueur pour toutes les catégories de sociétés (Ventoruzzo, 2006). Enfin, en Finlande, la révision 2006 de la Loi sur les sociétés a supprimé les limites s'appliquant auparavant pour la différenciation des droits de vote attachés aux actions à deux catégories (jusqu'au seuil de 1:20). Les autorités finlandaises ont estimé que rien ne justifiait de restreindre la flexibilité dont disposent les sociétés et les investisseurs pour convenir de la structure capitalistique et de contrôle optimale. Elles ont en outre expliqué ne pas souhaiter qu'un droit différent s'applique aux sociétés cotées et non cotées¹¹.

4.2 Disponibilité des MLP dans les pays de l'OCDE

Parmi les sources d'information disponibles dans le domaine du gouvernement d'entreprise, aucune ne couvre la totalité des MLP et des pays de l'OCDE. Le Groupe de direction a élaboré une base de

¹⁰ Financial Times, 28 février 2005, « South Korea vows to press ahead with reforms » ; International Financial Law Review, juin 2007, « Monopolies ».

¹¹ Passage basé sur une présentation du Délégué de la Finlande devant le Groupe de direction en avril 2007.

données sur le gouvernement d'entreprise et le droit des sociétés dans les pays de l'OCDE. Les délégués y ont participé en communiquant différentes informations puis en les actualisant [pour plus d'informations, voir le document *Summary of the Comparative Company Law Database (2002)*]. Cette base de données permet de comparer au plan international les différentes règles de différenciation des droits de vote ainsi que d'un certain nombre d'autres mécanismes (Tableau 1). En ce qui concerne les participations croisées, la présence de l'expression « Utilisation restreinte » signifie généralement qu'elles sont autorisées mais que certaines règles régissent le montant des actions susceptible d'en faire l'objet. Le reste de cette section se fonde essentiellement sur ces données ainsi que sur des informations communiquées par la Commission européenne (2007a) et d'autres sources publiques.

Les sociétés cotées peuvent utiliser des *actions à catégories multiples* dans 19 pays de l'OCDE. Sur les onze pays imposant des restrictions en la matière, neuf sont situés en Europe continentale (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Italie, République tchèque, Luxembourg, Pologne et Portugal) et deux en bordure du Pacifique (Australie, Corée). À l'inverse, les actions à catégories multiples bénéficient d'une autorisation législative en Amérique du Nord, au Japon, en Nouvelle-Zélande, au Royaume-Uni, en Turquie et dans quelques pays d'Europe centrale. Certains pays n'ont pas adopté de position vraiment claire sur le sujet. Au Japon par exemple, la Loi sur les sociétés stipule que les sociétés ne peuvent attribuer plus d'une voix à une action. Elle leur permet toutefois de préciser dans leurs statuts le nombre d'actions constituant une « unité », une voix étant attachée à chacun de ces ensembles.

Les *actions préférentielles sans droit de vote* constituent les MLP les plus largement disponibles parmi celles répertoriées au Tableau 1 (toutefois, elles se situent sans doute globalement en deuxième position derrière les structures pyramidales). Seuls trois pays interdisent ces instruments : le Danemark, les Pays-Bas et la Suède, ce qui traduit à chaque fois les dispositions générales de leur droit des sociétés, en vertu desquelles des droits de vote doivent être attachés à toutes les actions. Dans la plupart des autres pays, les actions préférentielles sans droit de vote sont traitées comme des instruments hybrides possédant des caractéristiques des actions et des titres d'emprunt. Elles n'obtiennent de droits de vote que dans certaines circonstances exceptionnelles, par exemple lorsque les droits préférentiels ne sont pas respectés ou lorsqu'une procédure de faillite est engagée à l'encontre de l'émetteur. Dans certains pays, les règles applicables aux valeurs mobilières et à l'admission à la cote interdisent aux émetteurs d'assortir les actions préférentielles de droits de vote sauf dans certaines circonstances étroitement définies.

Dans moins de la moitié des pays de l'OCDE, les sociétés cotées peuvent émettre d'*autres types d'actions sans droit de vote*. Le Tableau 1 montre que les 17 pays qui n'autorisent pas ces titres correspondent pour l'essentiel à ceux qui prohibent soit la différenciation des droits de vote/les actions à catégories multiples soit les actions préférentielles sans droit de vote¹². En outre, [deux] pays acceptant certaines formes de différenciation des actions ordinaires interdisent les actions sans droit de vote : [la République slovaque] et la Turquie. Deux pays, l'Australie et l'Italie, acceptent l'émission d'actions sans droit de vote même s'ils n'admettent pas les actions à catégories multiples.

Dans 20 pays de l'OCDE, les sociétés cotées peuvent appliquer un *plafonnement des droits de vote*. Sept pays interdisent ce mécanisme ou imposent des restrictions sévères à son usage (la base de données ne permet pas de connaître la position des trois autres pays). Les sept pays qui n'ont pas accès à ce système sont l'Allemagne, la Corée, les États-Unis, l'Italie, le Japon, le Luxembourg et la Turquie. L'Allemagne prévoyait jusqu'à une date récente, dans sa législation, une exception bien connue autorisant Volkswagen

¹² Certains problèmes de définition se posent quant aux positions respectives adoptées par la Suisse et les Pays-Bas. Les « certificats de participation » suisses pourraient en pratique équivaloir aux « certificats de dépôt » néerlandais, qui sont assimilés à des actions sans droit de vote.

AG à imposer de telles limites. Toutefois, en octobre 2007, la Cour européenne de justice a établi que cette disposition, dite « Volkswagen Gesetz », constituait une entrave à la liberté de circulation des capitaux, l'annulant ainsi de fait. Les critères de cotation des États-Unis interdisent en principe tout plafonnement. La plupart de ces sociétés peuvent toutefois conserver de telles structures lorsqu'elles existaient avant la promulgation de ces règles.¹³

Parmi les pays de la zone de l'OCDE, aucun n'interdit aux sociétés cotées de recourir à des *participations croisées*. La plupart d'entre eux imposent toutefois des restrictions quant à l'importance de ces positions et aux droits de vote qui leur sont associés afin de ne pas violer le principe fondamental qui veut que ce soient les actionnaires et non les sociétés qui détiennent leur propre capital, cela afin que la notion d'actionariat conserve tout son sens. Le droit des sociétés de nombreux pays d'Europe continentale limite à 10 % le montant des capitaux pouvant être affecté à une participation croisée. L'Italie établit une limite encore plus stricte (2 %) lorsque les deux sociétés sont cotées. Certains pays se montrent légèrement moins contraignants. Le droit hongrois fixe ce seuil à 25 % du capital détenu, niveau au-delà duquel la société dépendante est réputée constituer une filiale et n'est en conséquence plus autorisée à détenir des actions de la société qui a investi dans son capital. En Allemagne, en Corée et au Japon, le dépassement d'un certain seuil de participations croisées déclenche un plafonnement des droits de vote ou d'autres limites.

¹³ Selon la Commission européenne (2007b), p. 315, « aux États-Unis, les sociétés cotées dans lesquelles il existait déjà un plafonnement des droits de vote (c'est-à-dire que ce plafonnement était préalablement en place et avait été autorisé par les règles de cotation en vigueur avant la promulgation des [règles] concernées), sont généralement autorisées à maintenir ce plafonnement. »

Tableau 1. Lois, réglementations et critères de cotation s'appliquant à certaines MLP

	Autorisation des actions à catégories multiples	Autorisation des actions préférentielles sans droit de vote	Autorisation d'autres actions sans droits de vote	Autorisation du plafonnement des droits de vote	Autorisation des participations croisées
Allemagne	Non	Oui	Non	Non	Utilisation restreinte
Australie	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Autriche	Non	Oui	Non	Oui	Oui
Belgique	Non	Oui	Non	Oui	Utilisation restreinte
Canada	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Corée	Non	Oui	Non	Non ¹⁴	Utilisation restreinte
Danemark	Oui	Non	Non	Oui	Utilisation restreinte
Espagne	Non	Oui	Non	Oui	Utilisation restreinte
États-Unis ¹⁵	Oui	Oui ¹⁶	Oui	Non ¹⁷	Oui ¹⁸
Finlande	Oui	Oui	Oui	Oui	Utilisation restreinte
France	Oui	Oui	Oui	Oui	Utilisation restreinte
Grèce	Oui ¹⁹	Oui	Non	Oui	Oui ²⁰
Hongrie	Oui	Oui	Non	Oui	Utilisation restreinte
Irlande	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Italie	Non ²¹	Oui	Oui	Non	Utilisation

¹⁴ L'élection des auditeurs, pour laquelle les droits de vote sont plafonnés à 3 %, fait figure d'exception.

¹⁵ Sur la base du droit du Delaware et des critères de cotation des principales bourses américaines.

¹⁶ La cotation des actions sans droit de vote est dans certains cas soumise à restrictions.

¹⁷ Mécanisme interdit par les règles de cotation et la réglementation du marché. Toutefois, les plafonnements déjà existants bénéficient généralement d'une clause d'antériorité.

¹⁸ Si elles représentent plus de 5 % de toute classe de valeurs mobilières cotées à droits de vote, les participations croisées doivent être divulguées.

¹⁹ La Commission européenne (2007b) et la Base données de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise et le droit des sociétés proposent des données contradictoires sur ce point L'indication du tableau reprend celles de la Base de données.

²⁰ Des restrictions s'appliquent aux participations croisées dont l'importance est telle que la société dans laquelle on a investi peut être considérée comme une filiale.

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

					restreinte
Japon	Oui ²²	Oui	Oui	Non	Utilisation restreinte
Luxembourg	Non	Oui	Non	Non ²³	Oui
Mexique ²⁴	Oui	Oui	Oui	..	..
Norvège	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Nouvelle-Zélande	Oui	Oui	Oui	?	Oui
Pays-Bas	Oui	Non	Non	Oui	Utilisation restreinte
Pologne	Non	Oui	Non	Oui	Oui
Portugal	Non	Oui	Non	Oui	Oui
République slovaque	..	..	..	Oui	Oui
République tchèque	Non	Oui	Non	Oui	Oui
Royaume-Uni	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Suède	Oui	Non	Non	Oui	Oui
Suisse ²⁵	Oui	Oui	Oui ²⁶	Oui	Oui
Turquie	Oui	Oui	Non	Non	Oui

Source : Base données de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise et le droit des sociétés et Commission européenne (2007b).

La Commission européenne (2007a) précise que, parmi les MLP et autres mesures connexes non couvertes par la base de données, les structures pyramidales et les pactes d'actionnaires sont les systèmes les plus courants (en Europe du moins). Dans les 19 pays interrogés (16 pays européens²⁷ ainsi que l'Australie, les États-Unis et le Japon), les sociétés cotées sont autorisées à recourir à des structures pyramidales et à des pactes d'actionnaires. Dans certains d'entre eux toutefois, la réglementation des places

²¹ Les sociétés par actions italiennes ne sont pas autorisées à émettre des actions à droits de vote multiples. Il n'existe aucune règle formelle contre les actions à droit de vote limités, mais les avis divergent quant à savoir si leur émission pourrait être considérée comme un moyen de contourner l'interdiction des actions à droits de vote multiples.

²² Aucune action ne saurait en principe représenter plus d'une voix. Toutefois, l'on peut parvenir à un effet équivalent à celui des actions à droit de vote multiple en divisant les actions de la société en différentes catégories et en précisant dans les statuts combien d'« unités » sont nécessaires au sein de chaque catégorie pour constituer une voix.

²³ Les pactes d'actionnaires peuvent toutefois instaurer un plafonnement des droits de vote. Rien ne permet encore d'établir avec certitude si la validité de tels accords serait confirmée par les tribunaux.

²⁴ L'autorisation de la Commission nationale de la banque et des valeurs mobilières (CNBV) est requise.

²⁵ Les statuts peuvent stipuler que les droits de vote soient déterminés en fonction du nombre d'actions détenu par chaque actionnaire, indépendamment de leur valeur nominale.

²⁶ Les statuts peuvent prévoir la possibilité d'émettre des « certificats de participation » auxquels aucun droit de vote n'est attaché. Ces certificats peuvent être cotés.

²⁷ L'Allemagne, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, la Hongrie, les Pays-Bas, la Pologne, le Royaume-Uni et la Suède.

boursières restreint l'utilisation des pyramides. La réglementation italienne sur les valeurs mobilières interdit par exemple la cotation d'entreprises dont les principaux actifs sont constitués d'actions d'une autre société cotée ou qui dégagent l'essentiel de leurs recettes depuis de telles participations. Les règles de cotation du Royaume-Uni limitent quant à elles la participation effective des sociétés non cotées dans les sociétés cotées.

Les systèmes de majorité qualifiée (17 pays) et d'actions prioritaires (12 pays) sont également très courants dans les 19 pays analysés. (Comme nous l'avons évoqué plus haut, les systèmes de majorité qualifiée constituent bien des MLP d'un point de vue technique, bien qu'ils soient en pratique souvent utilisés pour protéger les actionnaires minoritaires.) Aucun pays n'interdit les systèmes de majorité qualifiée, mais leur cadre juridique manque selon les auteurs de lisibilité en France et en Irlande. L'Espagne, la Finlande, la Grèce, la Hongrie et la Pologne imposent des restrictions strictes dans le domaine des actions prioritaires alors que le plus grand flou juridique règne en Italie et au Luxembourg. La différenciation des droits de vote compte parmi les MLP les moins fréquemment disponibles. Il s'agit sans doute là de l'une des conclusions les plus intéressantes pour la suite de la présente étude. Sur les 19 pays du panel, dix autorisent les actions à catégories multiples et huit seulement (dont trois pays non européens), les actions sans droit de vote.

5. Exemples d'application du principe de proportionnalité au plan international

Si la précédente section a démontré que les MLP sont pour la plupart largement « disponibles » dans les pays de l'OCDE, dans la mesure où les critères de cotation ou les droits des sociétés ne les interdisent pas, cela ne signifie pas qu'ils soient fréquemment utilisés. Les pressions exercées sur les cours par le marché (se traduisant par exemple par d'importantes décotes sur les actions dont les droits de vote sont moins que proportionnels), ou encore les principes explicites ou implicites régissant les comportements de marché, figurent au premier rang des facteurs réduisant l'incitation pour les actionnaires de contrôle à en faire usage. Le fait que les tribunaux et organismes de tutelle puissent avoir une interprétation plus restrictive des droits à capter des avantages privés via le contrôle du capital de la société peut également réduire l'incitation à recourir aux MLP. Enfin, des dispositions législatives et réglementaires en apparence indépendantes (par exemple, codes fiscaux des sociétés) sont susceptibles de plaider contre l'utilisation de certains mécanismes de contrôle.

5.1 La disproportion dans le monde : comparaisons internationales

De nombreux travaux empiriques ont porté sur les effets de la concentration de l'actionariat dans différents pays. Dans la plupart des juridictions, la structure du capital des sociétés se caractérise par la présence de gros actionnaires qui exercent une influence substantielle sur les décisions (La Porta *et al.*, 1998 ; Claessens *et al.*, 2002; Faccio et Lang, 2002). Les États-Unis font figure de principale exception : le capital y est généralement fortement dispersé, même s'il existe quelques détenteurs de blocs (Becht *et al.*, 2003). La plupart des études se polarisent sur la mesure de la concentration de la propriété ou, tout au plus, sur la mesure agrégée du contrôle et elles ne cherchent pas à déterminer les rôles respectifs de la concentration du capital et des MLP.

La Porta *et al.* (1998) ont réalisé une étude sur les « grandes » entreprises cotées de plusieurs pays dont 23 membres de l'OCDE. Même si presque un tiers de leur échantillon était constitué d'entreprises familiales (données à la fin 1995), le recours aux mécanismes de différenciation des actions était insignifiant dans la plupart des pays. Les auteurs ont calculé la part des actions d'une société qu'un investisseur doit acquérir en moyenne pour bénéficier d'un contrôle de 20 %. Il est apparu qu'elle n'était égale ou inférieure à 15 % que dans quatre pays : le Danemark, les Pays-Bas, la Suède et la Suisse. Un

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

grand nombre de pays et de places de marché autorisent les systèmes de différenciation des droits de vote, La Porta *et al.* en concluant que « de toute évidence, les sociétés n'utilisent pas les moyens existants pour attribuer aux actions des droits de vote plus ou moins élevés ».

Cette étude abordait ensuite les mécanismes de contrôle utilisés par les actionnaires de contrôle (propriétaires détenant au moins 20 % des droits de vote), concluant que les structures pyramidales sont un instrument privilégié dans de nombreux pays de l'OCDE. Les structures pyramidales ou en cascade se retrouvent dans 26 % de l'échantillon global (de sociétés contrôlées). La part de ces montages est variable : alors qu'elle atteint 79 % en Belgique et 53 % en Suède, ni les États-Unis ni le Royaume Uni n'en font usage. La plupart des sociétés analysées dans l'étude ne recourent pas aux participations croisées, les principales exceptions étant l'Allemagne (20 %) et l'Autriche (15 %). Le fait que le Japon ne figure pas au premier plan dans ce domaine s'explique selon les auteurs du fait que, bien que les participations croisées soient courantes chez les sociétés japonaises, il est rare que les actionnaires de contrôle détiennent individuellement plus de 20 % des voix.

S'appuyant sur une méthodologie similaire, Claessens *et al.* (2000) ont examiné un large échantillon de sociétés d'Asie de l'Est et du Sud-est (données correspondant à la clôture de l'exercice 1996) dans lesquelles plus de 5 % des voix étaient détenues par au moins un détenteur de bloc, calculant ensuite les ratios contrôle/droits aux flux de trésorerie pour ces propriétaires. La dissociation entre propriété et contrôle apparaissait de loin la plus marquée au Japon, l'utilisation de MLP permettant en moyenne d'accroître de 40 % les droits de vote. Ce phénomène s'expliquait par la prééminence des structures pyramidales et des participations croisées et semblait davantage prononcé chez les sociétés dans lesquelles les institutions financières ont une participation significative. Le Japon ayant opéré au cours des dix dernières années une réduction des participations croisées (tendance qui ne s'est inversée que récemment), l'écart entre propriété et contrôle s'est sans doute resserré depuis la date de l'enquête.

En Corée, où le contrôle familial et les participations croisées occupent là aussi une place centrale, Claessens *et al.* (*op. cit.*) ont constaté que, bien que la concentration du capital soit souvent élevée, l'écart entre propriété et contrôle est en général moins important (environ 15 points de pourcentage). Des études ultérieures font toutefois état de différences un peu plus marquées. Selon Black *et al.* (2005), qui ont utilisé une méthodologie légèrement différente excluant plusieurs MLP mais intégrant la détention par des agents « apparentés » tels que la famille ou les salariés de l'actionnaire de contrôle, cet écart serait de 17 points de pourcentage en 2001 (moyenne de l'échantillon). Selon Joh (2003), sur la base de données provenant du milieu des années 1990, le degré moyen de séparation serait de 21 points de pourcentage pour l'ensemble des sociétés coréennes et de 15 points de pourcentage pour les sociétés cotées (ce dernier chiffre correspondant aux calculs de Claessens *et al.*). Cette dernière étude propose une analyse intéressante des groupes de type « chaebol ». Elle constate que cet écart est de plus de 40 points de pourcentage dans les filiales de ce type, ce qui concorde avec les résultats des récents travaux de Kim *et al.* (2006).

5.2 Les MLP en Europe et dans le monde

L'inventaire réalisé par la Commission européenne (2007a) et les travaux antérieurs de Deminor (2005) permettent de dresser un panorama bien plus complet de l'utilisation des MLP par les grandes sociétés cotées des pays européens (Tableau 2). Ce tableau s'appuie également sur des données concernant les États-Unis et le Canada issues des travaux de Gompers *et al.* (2007) et d'Amoako-Adu et Smith (2001). Ce tableau montre que, en Europe comme en Amérique du Nord, seule une minorité de sociétés cotées utilisent les MLP auxquelles elles ont légalement accès.

Le Royaume-Uni constitue l'un des exemples les plus saisissants de non-application des MLP. Pourtant, le Tableau 1 montre que les sociétés britanniques ont légalement accès à la plupart de ces mécanismes. Exception faite des actions préférentielles sans droit de vote, très utilisées, les entreprises cotées du Royaume-Uni dissocient très rarement les droits de vote des droits aux flux de trésorerie. La principale raison semble en être que « les autorités de tutelle comme la Bourse de Londres dissuadent l'émission d'actions sans droit de vote et le recours à d'autres mécanismes de discrimination entre les actionnaires » (Brennan et Franks, 1997)²⁸. Les rares sociétés disposant encore d'actions sans droits de vote les ont pour la plupart supprimées au début des années 1990.

Aux États-Unis également, le principe de la liberté de contracter s'applique généralement aux MLP mais la plupart des sociétés, soumises à différentes pressions et notamment à celle du marché, choisissent généralement ne pas en faire usage. Environ 6 % des sociétés cotées seulement disposent d'actions à droits de vote multiples. Ce chiffre tend vraisemblablement à se réduire, une grande partie des structures duales mises en place dans les années 1980 pour contrecarrer les OPA étant en cours d'unification. Plusieurs études ont fait valoir que l'actionnariat est si dispersé aux États-Unis (selon les recherches menées dans ce domaine, le bloc le plus important détenu dans une société cotée représente généralement 5 % des voix) que les MLP ne suffiraient pas dans la plupart des cas à contrôler effectivement la société (voir par exemple Becht, 2001). L'absence de structures pyramidales ou en cascade est une autre caractéristique bien connue de l'actionnariat américain. Cela s'explique par la double imposition des dividendes intersociétés, mesure introduite dans les années 1930 et dont l'un des objectifs était « de rendre non viables économiquement certaines structures de sociétés susceptibles de favoriser les problèmes de gouvernement d'entreprise, l'évasion fiscale et une forte concentration du contrôle » (Morck, 2003). En outre, la Section 8 du Clayton Act interdit le cumul des mandats d'administrateur, ce qui a empêché la formation de pyramides ou de participations croisées, structures fréquentes dans les autres pays

Outre le Royaume-Uni et les États-Unis, les sociétés ont le droit d'émettre des actions à deux catégories ou à droits de vote multiples dans 16 autres pays de l'OCDE. La plupart d'entre eux n'en font toutefois pas usage. Parmi les pays présentés au Tableau 2, il en existe deux seulement (la Suède et la France) où plus de la moitié des grandes entreprises cotées émettent des actions à catégories multiples. On pourrait en conclure que les MLP constituent généralement une option privilégiée dans ces pays, les autres mécanismes tels que les pyramides, les participations croisées et, en France, le plafonnement des droits de vote étant également très utilisés par rapport au reste du monde.

Dans six pays présentés au Tableau 2, les sociétés cotées ne sont pas autorisées à émettre des actions à catégories multiples assorties de droits de vote : l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, l'Italie, la Pologne²⁹ et le Portugal. D'autres mécanismes sont toutefois utilisés, notamment en Belgique et en Italie, pays qui, avec la Suède, utilisent au sein de notre échantillon le plus fréquemment les structures pyramidales. Il apparaît toutefois que l'enquête qui a servi de base au Tableau 2 ait utilisé une définition assez large de la notion de pyramides, intégrant dans certains cas la détention en chaîne de filiales sans participation

²⁸ Un autre facteur plus général entre en jeu, à savoir le fait que les règles de cotation de la Bourse de Londres interdisent la captation d'avantages privés par des actionnaires de contrôle (Règle 3.12, Financial Services Authority, 2000, *in* Rickford, 2006).

²⁹ Pour la Pologne, cette disposition découle des modifications juridiques introduites en 2001. Les actions à droits de vote multiple préexistantes ont conservé leurs droits, mais ne peuvent être négociées sur des marchés réglementés.

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

d'actionnaires extérieurs, et que ces chiffres constituent donc une estimation haute³⁰. En outre, les pyramides seraient selon les informations disponibles de moins en moins répandues en Belgique et en Italie. Selon les études réalisées en Belgique, les actionnaires de contrôle commencent aujourd'hui à modifier la structure du capital des sociétés situées au bas des pyramides pour en faire des filiales à actionnariat restreint (Becht, Chapelle et Renneboog, 2001). En Italie, les pactes d'actionnaires semblent plus fréquents que dans les autres pays, ce qui s'explique sans doute par le fait, évoqué plus haut, qu'ils se substituent aux structures pyramidales, mais peut-être également pas des exigences réglementaires d'enregistrement. Cette prééminence, bien que moins marquée, existe également en Belgique.

Tableau 2. Existence de MLP chez les 20 plus grandes sociétés cotées de certains pays de l'OCDE (pourcentage par rapport à l'ensemble du groupe)

	Actions à catégories multiples	Actions préférentielles sans droit de vote	Structures pyramidales	Plafonnement des droits de vote	Participations croisées	Pactes d'actionnaires
Allemagne	0	20	15	5	10	0
Belgique	0	0	40	0	0	25
Canada ³¹	11	..	..	..	..	..
Danemark	25	0	0	10	0	0
Espagne	0	0	20	30	0	5
États-Unis ³²	6	..	0	..	..	..
Finlande	40	0	0	10	0	5
France	55	0	20	20	10	15
Grèce	0	5	15	10	0	5
Hongrie	5	5	35	20	0	5
Irlande	0	30	0	5	0	0
Italie	0	30	45	10	0	40
Pays-Bas	10	5	30	0	0	0
Pologne	20	0	10	20	0	0
Portugal ³³	0	0	..	75	..	..
Royaume-Uni	5	50	0	10	0	5
Suède	80	0	65	5	25	5
Suisse ³⁴	12	6	..	35	..	..

Source : Commission européenne (2007), Deminor (2005), Amoako-Adu et Smith (2001), Gompers et al. (2007).

³⁰ Dans une lettre au Secrétariat, le Président du Groupe de direction Marcello Bianchi a précisé que, sur la base de cette définition plus restrictive, environ 25 % des sociétés cotées en Italie utilisent des structures pyramidales.

³¹ Amoako-Adu et Smith (2001) font état de 148 sociétés à classes duales cotées sur la Bourse de Toronto en 1998. Selon les chiffres de la Fédération internationale des bourses de valeurs, 1 433 sociétés au total étaient cotées par le Groupe TSX fin 1998.

³² Sur la base d'un échantillon de 6 345 entreprises en 2002 (Gompers *et al.*, 2007).

³³ Échantillon limité composé de quatre entreprises (Deminor, 2005).

³⁴ Échantillon limité composé de 17 entreprises (Deminor, 2005).

Les sociétés allemandes recourent à plusieurs MLP mais aucune ne constitue un « instrument privilégié ». Les actions préférentielles, les pyramides, le plafonnement des votes et les participations croisées sont tous utilisés, mais à une échelle raisonnable au plan international. Selon Becht et Böhmer (2001), le fait qu'en Allemagne, les banques utilisent largement le vote par procuration lors des assemblées générales d'actionnaires, contribue à la concentration du pouvoir de vote, ce système étant notamment susceptible d'accroître le pouvoir de vote des blocs existants. Les aménagements apportés par la suite au droit des sociétés et les cessions d'actions opérées par les banques allemandes en vue d'économiser leur capital³⁵, ont sans doute affaibli ce moyen d'influence (par exemple en exigeant des dépositaires qu'ils obtiennent les permissions nécessaires pour utiliser les droits de vote attachés aux actions).

Le plafonnement des droits de vote constitue enfin l'instrument privilégié des autres économies n'ayant pas accès aux actions à catégories multiples. C'est par exemple le cas en Espagne (30 % des grandes sociétés appliquent de telles limites), au Portugal (où cette part est de 75 % – comme le rappelle la note de bas de page, ces données se fondent toutefois sur échantillon limité) et, dans une moindre mesure, en Pologne (20 %).

5.3 *Vers une diminution du rôle des actions à deux catégories ?*

Les études portant sur l'évolution de l'application des MLP sont peu nombreuses et peu fréquentes. Le travail de Pajuste (2005) est le plus ambitieux dont le Secrétariat ait connaissance. Cette étude analyse pour quelques pays européens (Allemagne, Danemark, Finlande, Italie, Norvège, Suède et Suisse) le nombre de sociétés cotées à deux catégories d'actions au cours de la décennie écoulée. Pajuste constate que la part de ces sociétés est passée de 41 % en 1995 à 22 % en 2001 (Tableau 3). Il s'agit d'une tendance globale qui concerne tous les pays de l'échantillon. Ce phénomène s'explique dans une large mesure par l'unification des catégories d'actions auxquelles appartenaient les titres déjà cotés, opération dont nous aborderons plus bas les motivations économiques.

Ce recul reflète non seulement l'unification des catégories d'actions, mais également la baisse du nombre de nouvelles entreprises cotées à deux catégories d'actions. Une réduction en moyenne était prévisible, certains pays ayant décidé d'interdire les actions à deux catégories, ou de les autoriser seulement dans certaines circonstances. Les chiffres de 2002 doivent en outre être interprétés avec prudence, de nouvelles introductions ayant eu lieu durant cet exercice. Il reste que la part de sociétés à double catégorie d'actions est passée de 22 % en 1996 à environ 10 % en 1999 et 2000 (dernières années comptant un nombre significatif d'introductions en bourse). Ce recul est commun à l'ensemble des pays, y compris ceux où les actions à deux catégories sont généralement largement utilisées.

³⁵ Ce désengagement a également été rendu possible par les modifications apportées au droit fiscal réduisant l'imposition des plus-values sur les actions détenues à long terme.

Tableau 3. Pourcentage des sociétés à double catégorie d'actions par rapport à l'ensemble des sociétés cotées/aux sociétés nouvellement cotées

	Ensemble des sociétés cotées		Sociétés nouvellement cotées	
	1995	2001	1996	2002
Allemagne*	24 %	12 %	5 %	0 %
Danemark	60 %	37 %	33 %	0 %
Finlande	46 %	24 %	0 %	0 %
Italie*	41 %	35 %	0 %	0 %
Norvège	24 %	7 %	10 %	0 %
Suède	61 %	46 %	59 %	29 %
Suisse	47 %	26 %	50 %	0 %
Moyenne	41 %	22 %	22 %	4 %

Source : Pajuste (2005).

*Pour l'Allemagne : actions préférentielles sans droit de vote incluses ; pour l'Italie : actions sans droits de vote incluses.

Ces résultats pourraient être interprétés comme traduisant une convergence progressive du gouvernement d'entreprise, phénomène qui a, nous l'avons vu plus haut, déjà été abordé par Goergen *et al.* (2005). Pajuste (2005) émet l'hypothèse que « le coût des structures duales [se soit] accru au cours des dernières années, les investisseurs se polarisant sur l'amélioration des pratiques de gouvernement d'entreprise. Cette charge a fortement pesé sur les sociétés qui souhaitent lever de nouveaux capitaux propres et qui se préoccupent donc du cours de leur action, de la liquidité et de la reconnaissance des investisseurs. »

5.4 Le prix du contrôle disproportionné

Les études empiriques se révèlent généralement incapables de déterminer clairement la « valeur » du contrôle de l'entreprise. Chez les sociétés qui utilisent des MLP, les actions, ou catégories d'actions, assurant le contrôle peuvent même ne pas être cotées. Lorsqu'elles le sont, les échanges sont généralement peu nombreux. Gompers *et al.* (2007) constatent par exemple que 85 % de l'ensemble des actions américaines à catégories multiples disposent d'au moins une catégorie d'actions ordinaires non négociées. Il s'ensuit que les chercheurs restreignent pour l'essentiel leur étude à l'évaluation par le marché des capitaux propres « extérieurs » ou à l'examen des événements ponctuels que sont la modification des structures de contrôle ou la négociation des blocs de contrôle. Les travaux empiriques se sont ainsi développés sur deux axes complémentaires.

L'examen de la littérature d'Adams et Ferreira (2007) donne un bon aperçu des résultats de ces deux axes de recherche. Il n'apparaît pas utile de les présenter ici de manière excessivement détaillée. En ce qui concerne la première catégorie de travaux (à laquelle les recherches de Claessens *et al.*, 2002, ont ouvert la voie), les rares études consacrées à la valorisation des actions aux États-Unis, en Europe de l'Ouest et en Asie de l'Est s'accordent à dire que la présence de MLP n'entraîne pas de décote de la valeur de marché des actions cotées par les sociétés concernées. La comparaison d'estimations empiriques présente des

difficultés bien connues s'expliquant par les différentes techniques de modélisation utilisées³⁶. Adams et Ferreira utilisent leurs résultats pour déterminer l'effet « moyen » qu'aurait sur la valorisation la présence de MLP, quelle que soit l'ampleur de la disproportion. Selon leurs conclusions, la décote appliquée aux actions en conséquence d'une situation de disproportion entre propriété et contrôle est généralement comprise entre 3 et 14 %. Certaines études font état d'un impact supplémentaire lorsque l'écart entre capital et contrôle est « important », suggérant qu'il existe une relation non linéaire : un certain degré de disproportion peut ne pas avoir d'effet, ou même avoir un effet positif, sur les cours alors qu'un décrochage plus important conduit à une décote.

Claessens *et al.* ont également cherché dans leur travail fondateur à quantifier les effets de la concentration du contrôle en fonction des spécificités de l'économie. Il apparaît que l'importance de la décote dépend entre autres de la qualité des systèmes bancaires, de la protection légale et juridique des actionnaires et du degré de transparence requis pour les informations financières. En d'autres termes, la qualité du régime de gouvernement d'entreprise joue un rôle central. Ben-Amar et André (2006) soutiennent cette interprétation dans leur étude consacrée à la création de valeur dans le domaine des fusions-acquisitions. Leur travail est intéressant car il porte essentiellement sur le Canada, un pays qui dispose d'un nombre significatif de MLP bien que son modèle de gouvernement d'entreprise soit généralement considéré comme « anglo-saxon ». Selon les auteurs, rien ne permet de dire que la séparation entre propriété et contrôle a un impact significatif sur la création de valeur. Ils concluent ainsi : « lorsque les institutions, notamment juridiques, protègent de manière satisfaisante les actionnaires minoritaires (...) et lorsque les sociétés doivent entretenir de bonnes relations avec les investisseurs en vue de faciliter les levées de fonds et de réduire le coût du capital, il sera sans doute inutile de procéder à des contrôles supplémentaires ; ils pourraient même engendrer des coûts additionnels sans pour autant procurer de quelconques avantages » (Ben-Amar et André, 2006).

Les résultats des études consacrées aux « évènements ponctuels » sont tout aussi disparates. Cela s'explique vraisemblablement du fait que les « évènements ponctuels », et notamment ceux des échantillons utilisés par les chercheurs, ont des origines fort diverses. Il est ainsi souvent difficile de déterminer si, par exemple, les réactions des cours enregistrées à la suite des unifications font écho à l'unification en tant que telle ou à d'autres informations données lors de l'annonce, telles que des modifications au sein de la direction ou des changements de stratégies. À un extrême, l'étude de Bigelli *et al.* (2006) sur les unifications d'actions en Italie entre 1982 et 2005 conclut que les annonces sont généralement associées à une progression des actions sans droit de vote et à la baisse des actions avec droit de vote. Cela peut sans doute s'expliquer d'un point de vue arithmétique pour un pays où la différence de cours entre les actions avec droit de vote et sans droit de vote compte parmi les plus élevées au monde (voir par exemple Nenova, 2003). Il convient toutefois de se demander pourquoi les actionnaires acceptent ces fusions de catégories. Selon les auteurs, elles ont en fait été utilisées par les actionnaires de contrôle pour effectuer un transfert de richesse à leur profit en achetant les actions sans droit de vote avant l'annonce de l'unification. On pourrait donc en conclure que dans les juridictions ou sur les places boursières qui ne sont pas en mesure de protéger les actionnaires minoritaires ou sans droit de vote d'une telle expropriation, l'unification sans compensation des catégories d'actions pourrait être contraire aux intérêts des bénéficiaires apparents.

³⁶ Certaines études testent l'influence exercée sur le cours des actions par l'écart, ou le ratio, entre les pourcentages respectifs de propriété et de contrôle détenus par l'actionnaire dominant. D'autres modélisent l'effet induit par la concentration du contrôle et ajoutent un terme correctif, ou une variable indicatrice, correspondant à la mesure dans laquelle les MLP accroissent le contrôle.

Comme on pouvait s'y attendre, les études sur la valeur des actions assorties de droits de vote supérieurs ont un lien méthodologique avec celles sur les décotes des actions sans pouvoir de contrôle. De nombreux chercheurs ont étudié la manière dont se pose le problème dans certains pays de l'OCDE. Ils attribuent généralement (mais pas toujours) une valeur positive importante aux actions à droits de vote supérieurs. Le travail de Nenova (2003) est sans doute le plus cité dans ce domaine. Il mesure la valeur des droits de vote du bloc de contrôle d'un échantillon de 661 sociétés situées dans 18 pays (données de 1997)³⁷. L'auteur constate que les « primes de vote » moyennes de son échantillon sont variables : nulles pour les pays scandinaves, elles sont d'environ 10 % pour le Royaume-Uni et atteignent presque un tiers en France et en Italie.

Dyck et Zingales (2002) ont mené l'une des plus importantes études consacrée aux transferts de blocs de contrôle. Ils ont passé en revue 412 transactions de contrôle réalisées dans 39 pays entre 1990 et 2000³⁸. Selon les auteurs, les primes de contrôle moyennes sont de 14 % et varient fortement selon les pays. La prime de contrôle est négative au Japon (ce qui pourrait s'expliquer par les modalités spécifiques utilisées dans cette économie pour les transactions de contrôle) et atteint jusqu'à 65 % au Brésil. Cette étude constate comme Nenova que les primes de contrôle sont généralement peu élevées dans les pays scandinaves, mais attribue des niveaux tout aussi faibles à la France et au Royaume-Uni. Les deux études s'accordent généralement sur les principaux facteurs influençant ces primes, concluant que l'amélioration des règles de transparence comptable, de la protection des actionnaires minoritaires et de l'application de la loi entretient une relation négative avec la valeur du contrôle. Dyck et Zingales notent de plus que les indicateurs structurels non juridiques, tels que la concurrence sur les marchés de produits, le développement des marchés de capitaux et le comportement des pouvoirs publics sont également susceptibles de réduire la prime de contrôle moyenne.

6. Les MLP du point de vue des investisseurs institutionnels

6.1 Codes de gouvernement d'entreprise élaborés par les investisseurs

Certains codes de gouvernement d'entreprise, élaborés notamment par des groupes d'investisseurs, se montrent beaucoup plus contraignants que les Principes de l'OCDE en ce qui concerne la règle « une voix par action ». Selon un inventaire récent, il existe dans les seuls pays de l'UE 35 recommandations ou codes de pratiques exemplaires de ce type³⁹. Ces codes ont été pour l'essentiel élaborés par des investisseurs institutionnels, mais également par des associations d'actionnaires et des courtiers. Ils peuvent aussi bien donner des conseils non contraignants aux conseils d'administration que fournir aux investisseurs des recommandations quant à l'allocation de leur portefeuille en fonction des mécanismes de gouvernement d'entreprise de la société.

Le Tableau 4 propose un panorama des recommandations émises par les organisations d'investisseurs au plan international. Quatre organismes ont publié des codes de gouvernement d'entreprise qui tous

³⁷ L'échantillon comprend 14 pays de l'OCDE ainsi que Hong Kong (Chine), l'Afrique du Sud, le Brésil et le Chili.

³⁸ Les deux-tiers des pays de leur échantillon appartiennent à l'OCDE. Les autres sont essentiellement situés en Amérique du Sud et en Asie du Sud-Est.

³⁹ La plupart de ces codes relèvent purement du libre choix. Certains ont toutefois été élaborés de concert avec des organismes d'auto-régulation, notamment dans le cadre de mécanismes fondés sur le principe « appliquer ou expliquer ». La Commission européenne (2002) propose une vue d'ensemble des codes existant au plan européen.

apportent un soutien mesuré à la règle « une voix par action » et, de manière plus générale, au principe de proportionnalité. Bien qu'ils adhèrent de manière formelle aux Principes de l'OCDE, dont ils développent les recommandations, les principes généraux de gouvernement d'entreprise de l'International Corporate Governance Network (ICGN) adoptent une position assez différente sur la proportionnalité. Leur recommandation selon laquelle les actions ordinaires doivent se conformer à la règle « une voix par action » ne se borne pas à reprendre la formulation adoptée par les Principes de l'OCDE en matière de catégories d'actions (Principe III.A.1) et entend imposer le principe « appliquer ou expliquer ». Les principes généraux sur les droits de vote de l'ICGN comportent également une disposition qui sort du cadre des Principes de l'OCDE. Ainsi, poser que les droits de vote doivent être attribués aux investisseurs indépendamment du montant de leurs participations revient à se prononcer expressément contre le plafonnement des voix.

Parmi les autres codes internationaux analysés, ce sont les Principes directeurs de gouvernement d'entreprise de l'association Euroshareholders qui sont le plus favorables à l'adoption sans restrictions de la règle « une voix par action ». En vertu de ce code, disposer de droits de vote proportionnels à sa participation relève des droits fondamentaux des actionnaires. Les Principes de gouvernement d'entreprise de l'Association européenne des négociateurs en valeurs mobilières (EASD) sont légèrement moins contraignants. S'ils s'opposent aux écarts à la règle « une voix par action », ils soulignent également la nécessité de la transparence et de la communication d'informations et se prononcent contre la différenciation des droits de vote au sein des différentes catégories d'actions lorsque le principe de proportionnalité ne peut être appliqué. Le Groupe consultatif sur les actions de l'Institut de finance internationale (IFI), abordant en particulier le gouvernement d'entreprise sur les marchés émergents, reconnaît qu'il faut accorder une priorité absolue au respect de la règle de proportionnalité lors de l'émission de nouvelles actions. Le Groupe recommande en outre de supprimer à terme certains systèmes de différenciation des droits de vote (actions à droits de vote supérieurs et sans droits de vote).

Tableau 4. Codes de gouvernement d'entreprise élaborés par les groupes internationaux d'investisseurs

Code de gouvernement d'entreprise	Recommandation sur la proportionnalité
International Corporate Governance Network (ICGN) : <i>Statement on Global Corporate Governance Principles</i> , 2005.	« Un droit de vote doit être attaché à chaque action ordinaire émise par une société (...) Les écarts à la règle 'une voix par action' ayant pour effet d'attribuer à certains actionnaires un pouvoir disproportionné par rapport à leur participation doivent être divulgués et justifiés. » (Section 4.3)
ICGN : <i>Global Share Voting Principles</i> , 1998.	« Les mêmes droits de vote doivent être attachés aux actions quel que soit le montant de la participation des actionnaires ». (Principe 1)
European Shareholders Group (fédération des associations européennes d'actionnaires) : <i>Euroshareholders Corporate Governance Guidelines</i> , 2000.	« Le principe 'une voix par action' constitue le fondement du droit de vote. Les actionnaires doivent bénéficier lors des assemblées générales d'un droit de vote proportionnel au capital émis. » (Section II)
Association européenne des négociateurs en valeurs mobilières : <i>Corporate Governance Principles and Recommendations</i> , 2000.	« Il convient d'éviter les écarts à la règle 'une voix par action'. Lorsqu'ils existent, ils devront être divulgués. » (Principe III) « Ces écarts (...), par exemple actions à droits de vote multiples, plafonnement des voix, combinaison de plusieurs mécanismes juridiques, participations croisées, dispositions réglementaires excessivement complexes, sont dissuadés. S'ils existent, ils ne devront pas s'appliquer à une même catégorie d'actions, mais être simples et facilement compréhensibles et être divulgués et explicités. Les structures en cascade (...) ainsi que tout pacte d'actionnaire d'importance significative devront être divulgués. » (Notes)
Institut de finance internationale : <i>Policies for Corporate Governance and Transparency in Emerging Markets</i> , 2002 ⁴⁰ .	« L'application de la règle 'une voix par action' pour toutes les nouvelles émissions constitue une priorité absolue. Ces structures du capital sont les plus simples et permettent la plus grande transparence, l'influence étant proportionnelle à la participation (...) La suppression à terme de toutes les actions à droits de vote supérieurs et sans droit de vote serait une pratique exemplaire. » (section sur la protection des actionnaires minoritaires)

Source : Secrétariat de l'OCDE sur la base des sites Internet des organisations concernées.

Six codes de gouvernement d'entreprise soumis par différents groupes d'investisseurs nationaux ainsi que deux déclarations rédigées par des investisseurs institutionnels (Hermes et TIAA-CREF) ont été analysés aux fins de la présente étude. Comme le montre le tableau, ces codes sont tout aussi favorables à

⁴⁰ Recommandation rédigée par le groupe consultatif de l'IFI sur les valeurs mobilières, composée largement de représentants des investisseurs institutionnels.

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

la règle « une voix par action » que les principes internationaux. Toutefois, comme l'on pouvait sans doute s'y attendre, plutôt que d'énoncer des principes généraux, une partie d'entre eux se polarisent sur la nécessité d'éviter certains MLP courants dans des secteurs nationaux donnés. Par exemple, deux codes scandinaves sur trois (Danemark et Norvège) s'opposent vivement à la différenciation des droits de vote. Le code norvégien va jusqu'à émettre une recommandation sans réserves contre l'existence de différentes catégories d'actions. L'Association des actionnaires suédois adopte une position moins radicale. Si elle recommande qu'une voix soit attachée à chaque action, ce principe n'exclut nullement l'existence d'actions à droits de vote supérieurs ; l'observation selon laquelle cette recommandation s'applique « en principe » vient encore en atténuer la portée.

Tableau 5. Codes de gouvernement d'entreprise de certains pays de l'OCDE

Code de gouvernement d'entreprise	Recommandation sur la proportionnalité
Australian Investment and Financial Services Association (IFSA) : <i>Corporate Governance Guide for Fund Managers and Corporations</i> , 2002.	« L'IFSA est très favorable à la règle 'une voix par action' (...) Le vote est un droit précieux de l'actionnaire et il convient de le traiter avec le même soin et la même diligence que tout autre actif. » (Section 10.2)
Association des actionnaires danois : <i>Principes directeurs sur la bonne gestion des sociétés cotées</i> , 2000.	Les limites apportées aux droits de vote doivent être restreintes le plus possible (...) et il convient de renoncer aux actions à droits de vote disproportionnés (Section 1 sur les AGA)
Association française de la gestion financière (AFG): <i>Recommandations sur le gouvernement d'entreprise</i> version 2004. ⁴¹	« La pratique des droits de vote doubles et/ou multiples constitue certes un moyen de récompenser la fidélité de certains actionnaires. Étant favorable au principe « une action une voix », l'AFG estime cependant que cette pratique (...) est susceptible d'entraîner des abus. L'AFG souhaite donc que cette pratique soit abandonnée. » (Section I.B.3)
Conseil norvégien sur le gouvernement d'entreprise : <i>Code pratique du gouvernement d'entreprise en Norvège</i> , 2006 ⁴² .	« Une société ne saurait utiliser qu'une seule catégorie d'actions. » (Section 4, premier point)
Association des actionnaires suédois : <i>Politique de gouvernement d'entreprise</i> , 2001.	« L'Association des actionnaires suédois se fonde sur le principe selon lequel une voix doit être attachée à chacune des actions émises par une sociétés donnée. » (Section 1.1.1)
Pension Investments Research Consultants (PIRC), Royaume-Uni : <i>Shareholder Voting Guidelines</i> ,	« Les structures duales prévoyant différents droits de vote sont défavorables à de nombreux actionnaires et doivent être réformées. » (Partie V) ⁴³

⁴¹ Recommandations émises par la Commission Hellebuyck.

⁴² Le Conseil norvégien sur le gouvernement d'entreprise comprend en majorité des actionnaires ainsi que des représentants des milieux d'affaires et des places financières.

⁴³ Cité par Fremond et Capaul (2003).

1999.	
Hermes : <i>Corporate Governance Principles</i> , 2006.	« Toutes les actions d'une société donnée doivent généralement être associées à une voix (...) Tout écart [au principe « une voix par action »] a pour effet d'attribuer à certains actionnaires un pouvoir de vote disproportionné par rapport à leur participation, [une situation qui] n'est par souhaitable car elle désavantage certains autres actionnaires. » (Section 2.3)
TIAA-CREF : <i>Policy Statement on Corporate Governance</i> , 2007.	« La règle 'une voix par action' doit s'appliquer à l'ensemble des sociétés cotées de manière à s'assurer que le pouvoir de vote des actionnaires concorde avec leur intérêt économique. Il convient de supprimer les systèmes de plafonnement de droits de vote ainsi que les actions assorties de droits de vote supérieurs. » (Section 8)

Source : Secrétariat de l'OCDE, sur la base des sites Internet des organisations concernées.

Les recommandations de l'association AFG (via sa « Commission Hellebuyck ») reconnaissent avec les autorités françaises que les actions à droit de vote double peuvent servir à récompenser la fidélité des actionnaires. La Commission se déclare toutefois favorable à la règle « une voix par action », arguant que la différenciation des droits de vote est susceptible d'entraîner des abus. Le Guide du gouvernement d'entreprise de l'Australian Investment and Financial Services Association est favorable à l'application du principe de proportionnalité et admet que les droits de vote doivent être envisagés comme des actifs et gérés en conséquence. L'organisation britannique PIRE (Pension and Investment Research Consultants), qui conseille les fonds de pension des organismes publics, et notamment ceux des collectivités locales, se prononce contre les structures duales prévoyant des droits de vote différents et recommande qu'elles soient « réformées ».

Au cours des dernières années, deux investisseurs institutionnels ont publié des codes de gouvernement d'entreprise plaidant en faveur de l'application de la règle « une voix par action ». Hermes reconnaît que l'existence d'un pouvoir de vote disproportionné par rapport au montant de la participation « désavantage certains autres actionnaires » (une position qui sera abordée en détails dans les sections ci-après). Le groupe de services financiers TIAA-CREF – qui, son siège étant situé aux États-Unis, est sans doute moins concerné par les actions à catégories multiples que les investisseurs européens – propose d'appliquer des limites particulières aux mécanismes de plafonnement et aux actions à droits de vote multiples.

6.2 Arguments favorables et défavorables à la position des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels plaident régulièrement en faveur de la proportionnalité et, plus particulièrement, de la suppression de la différenciation des droits de vote. Ils ont parfois été attaqués sur ce terrain. D'aucuns estiment que ces actionnaires cherchent simplement à obtenir une unification obligatoire des titres qui serait abusivement favorable aux actions à droits de vote réduits qu'ils ont acheté avec décote en toute connaissance de cause. Certains arguments théoriques et pratiques soutiennent toutefois la position des investisseurs institutionnels.

Comme nous l'avons indiqué en introduction, la relation « principal-agent » constitue l'un des principaux arguments utilisés en faveur des MLP : afin de s'assurer que les dirigeants de la société maximisent l'intérêt de l'ensemble des actionnaires, ces derniers doivent assurer une surveillance à la fois gourmande en temps, coûteuse et pour laquelle ils ne possèdent pas nécessairement les compétences requises. Les MLP permettent à chaque actionnaire de mener cette surveillance, mais accroissent dans le

même temps les possibilités de captation d'avantages privés au détriment des actionnaires minoritaires. Il s'ensuit que toute décote appliquée aux actions sans contrôle sera fonction des anticipations des investisseurs sur la valeur nette des avantages procurés par cette surveillance accrue et sur les coûts liés à la captation d'avantages privés.

Les investisseurs ne constituent cependant pas un groupe homogène. Le coût lié à la captation d'avantages privés pourrait, toutes choses égales par ailleurs, peser de la même manière sur les différents groupes d'investisseurs, qui auront toutefois une perception différente des avantages découlant de la surveillance par un tiers. Les investisseurs bien informés et ayant accès à des ressources importantes accorderont généralement moins de valeur à cette surveillance que les petits porteurs. Ainsi, si la valeur de marché des actions sans contrôle reflète la préférence moyenne des investisseurs, la première catégorie d'actionnaires pourrait considérer ce cours comme excessif. Comme l'explique Lee (2006), « les principaux bénéficiaires des structures duales sont les petits porteurs et les familles fondatrices et non les investisseurs institutionnels. Cela s'explique du fait que, contrairement aux petits actionnaires, les investisseurs institutionnels ont la capacité d'assurer eux-mêmes un suivi ». On pourrait, en suivant le même raisonnement, considérer que les investisseurs institutionnels sont en concurrence avec les actionnaires de contrôle, tous deux cherchant à capter l'épargne des petits porteurs. Les petits actionnaires se préoccupant de surveillance doivent donc choisir entre deux possibilités : investir par le biais d'un intermédiaire institutionnel ou investir directement dans une société disposant d'un actionnaire de contrôle.

Un autre groupe d'investisseurs, plus restreint, pourrait avoir des raisons de s'opposer aux MLP. Même si la décote dont bénéficient les actions sans contrôle assorties de MLP peut en faire un placement au rendement attractif, on peut concevoir que certains actionnaires « activistes » puissent dégager un rendement supérieur en prenant des participations dans des sociétés aux systèmes de gouvernements d'entreprise non optimaux et en améliorant l'efficacité. Il serait ainsi possible de s'opposer aux MLP, non pas sur la base de l'insuffisance de rendement effective des placements, mais en arguant qu'elles empêcheraient les investisseurs de profiter de certaines opportunités. Toutefois, si les MLP sont utilisées pour protéger les « hommes de la maison » d'une amélioration de l'efficacité du gouvernement d'entreprise, elles entraînent également un coût pour l'économie nationale. Une enquête sur l'attitude des investisseurs institutionnels à l'égard des MLP a également été menée dans la perspective de l'étude sur la proportionnalité de la Commission européenne. 445 investisseurs institutionnels y ont participé, répartis de façon presque égale entre l'Union européenne et le reste du monde, représentant au total plus de 4 900 milliards EUR de fonds sous mandat de gestion⁴⁴. Le plus important groupe de répondants est situé au Royaume-Uni (93 investisseurs). Ce groupe détenait les fonds sous mandat de gestion les plus importants (2 200 milliards EUR).

Une des questions les plus élémentaires posée aux investisseurs portait sur leur perception (négative ou positive) de divers mécanismes de renforcement du contrôle (ici désignés par le terme MLP). Les réponses (Commission européenne, 2007, Figure 5-5) montrent que les investisseurs institutionnels sont pour l'essentiel indifférents à l'utilisation des actions préférentielles et des pactes d'actionnaires – ces mécanismes leur semblant peut-être davantage répondre d'une logique de marché que d'autres MLP. Ce sont les actions spécifiques et les structures pyramidales qui ont été le plus massivement rejetées par les répondants, le nombre de réponses négatives étant supérieur de plus de 70 % à celui des appréciations

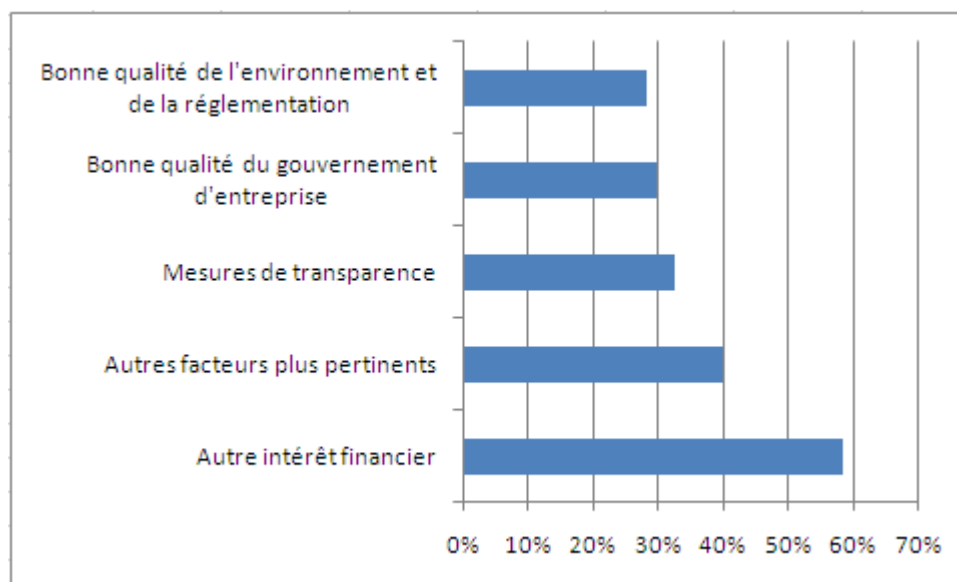
⁴⁴ Il s'agit d'une estimation basse qui se fonde sur les éléments communiqués par les répondants. Plus d'un dixième d'entre eux ont choisi de ne pas révéler le montant des fonds dont ils assurent la gestion. Il convient en outre de faire preuve de prudence pour interpréter les résultats de l'étude. L'enquête a été envoyée à 7 792 investisseurs. Les répondants ne représentent donc que 6 % de cet ensemble et peuvent donc souffrir d'un biais de sélection.

positives⁴⁵. Le plafonnement des droits de vote (- 68 %) et les actions à droits de vote multiples (- 62 %) figurent en deuxième et troisième positions. Fait intéressant, le nombre de répondants ayant une appréciation positive ou négative des systèmes de majorité qualifiée est presque équivalent, ce qui s'explique sans doute du fait que cet instrument peut être utilisé pour protéger les intérêts des dirigeants « enracinés » comme ceux des actionnaires minoritaires.

Les figures 1 et 2 présentent les cinq principales raisons données par les investisseurs pour investir (ou ne pas investir) dans des sociétés recourant à des MLP. (Les investisseurs devaient choisir entre un certain nombre de raisons ; dans les deux figures, les pourcentages correspondent à la part des répondants ayant « coché » une motivation donnée.) La Figure 1 montre qu'une majorité de répondants accepterait d'investir dans une société s'appuyant sur des systèmes de vote non proportionnels si elle était « pour le reste intéressante d'un point de vue financier »⁴⁶. Parmi les autres réponses les plus courantes, le fait que les investisseurs tiennent compte d'« autres facteurs » ne vient pas particulièrement éclairer le débat. Fait intéressant, la transparence, la qualité du gouvernement d'entreprise et la présence d'un environnement économique et d'une réglementation nationale solides figurent respectivement en troisième, quatrième et cinquième position parmi les facteurs aidant les investisseurs institutionnels à surmonter leur appréhension à l'égard des MLP.

⁴⁵ Chiffres calculés de la manière suivante : somme des répondants faisant état d'une opinion « très positive » ou « positive » moins somme de ceux ayant une appréciation « très négative » ou « négative », résultat divisé par le nombre de répondants.

⁴⁶ Cette réponse ne découle pas au sens strict d'une réponse à une question portant sur les raisons motivant s'il y a lieu un investisseur institutionnel à investir dans une société. Toutefois, les répondants pouvaient également indiquer qu'ils n'investissent jamais dans une société recourant à des MLP, réponse donnée par 8 % d'entre eux seulement.

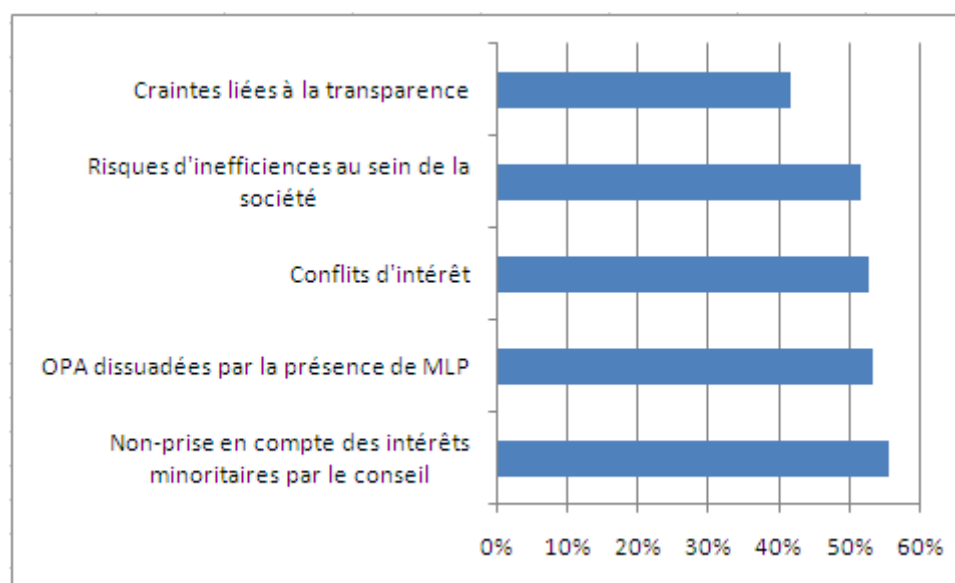
Figure 1. Raisons d'investir dans une société recourant à des MLP

Source : Commission européenne (2007a)

Les principales raisons de ne pas investir dans des sociétés recourant à des MLP portent vraisemblablement sur les risques liés à la relation principal-agent et sur l'enracinement (Figure 2). En première position, 56 % des répondants expliquent qu'ils n'investiraient pas dans une société s'ils craignent que « le conseil pourrait ignorer les intérêts des actionnaires minoritaires ». 53 % des répondants ont ensuite mentionné le risque de « conflit d'intérêts impliquant le conseil d'administration et certains gros investisseurs ». Ces deux raisons traduisent vraisemblablement des inquiétudes sur, d'une part, l'enracinement du conseil et, d'autre part, l'expropriation. 53 % des répondants craignent également que les MLP ne dissuadent les offres publiques d'achat, atténuant ainsi l'effet positif qu'elles pourraient avoir sur les cours. Viennent ensuite la crainte que le recours à des MLP n'engendre des inefficiences au sein de la société⁴⁷ et les risques liés à la transparence des sociétés où les actionnaires de contrôle et/ou la direction se protègent derrière ces mécanismes.

⁴⁷

La catégorie « inefficiences de la société » (« corporate inefficiency ») de la Figure 2 agrège deux réponses différentes apportées à l'étude de la Commission, l'une concernant la « mauvaise qualité des processus décisionnels » et l'autre la « performance financière de la société ».

Figure 2. Raisons pour ne pas investir dans une société recourant à des MLP

Source: Commission européenne (2007a).

En définitive, si les investisseurs institutionnels expriment de sérieuses inquiétudes quant aux MLP, certains critères peuvent de toute évidence les tempérer. Si la possibilité de « rendements financiers importants » est sans doute le critère le plus évident, le fait que la société concernée applique un régime de gouvernement d'entreprise et des normes de transparence rigoureux et soit domiciliée dans une juridiction profitant d'un environnement règlementaire solide contribue également à balayer leurs réticences. À l'inverse, les principaux facteurs susceptibles de les alimenter sont vraisemblablement les craintes concernant l'enracinement des dirigeants, les opérations pour compte propre et les autres pratiques irrégulières. En d'autres termes, les investisseurs peuvent percevoir un compromis entre efficacité de la discipline externe (via la réglementation ou les mécanismes de marché) et renforcement des droits de vote. En vertu de cette logique, les avis favorables au principe « une voix par action » pourraient être interprétés comme autant d'appels à l'application de sanctions crédibles à l'encontre des initiés plutôt que comme des exigences absolues.

7. Questions de la compétence des législateurs et des instances de réglementation

Fait intéressant, il ressort des sections précédentes que bien que les MLP soient pour la plupart autorisées dans la majorité des pays de l'OCDE, les sociétés cotées sont relativement peu nombreuses à les utiliser. Cela s'explique notamment par l'existence de facteurs externes atténuant l'attrait de ces mesures (l'absence de structures pyramidales aux États-Unis constitue un exemple classique de ce phénomène) et par le fait qu'il soit possible d'exercer une influence (essentiellement dans l'intérêt des dirigeants « enracinés ») par le biais d'instruments n'étant généralement pas considérés comme des MLP. Ce recours limité aux MLP relève également de choix opérés par les propriétaires en faveur de structures de contrôle considérées comme optimales au vu de l'environnement, notamment concurrentiel, de la société et de ses orientations stratégiques.

Les informations sont rares sur les modalités et critères utilisés par les sociétés pour choisir leur système de vote. Une étude récente menée sur les sociétés américaines à double catégorie d'actions

(Gompers *et al.*, 2007) confirme certaines représentations courantes. Par exemple, l'utilisation d'un nom de famille dans le nom de la société accroît sensiblement la probabilité qu'elle utilise une structure duale. Cette étude montre également que les sociétés du domaine des médias (souvent considérées comme susceptibles de capter des avantages privés non financiers tels que la reconnaissance publique et l'influence politique) ont davantage de chances de mettre en place de telles MLP. Il apparaît à l'inverse que les « hommes de la maison » ne détiennent pas la majorité des votes dans de beaucoup de sociétés ayant émis plusieurs catégories d'actions. Dans de nombreuses entreprises également, les « hommes de la maison » détiennent la majorité des votes mais également la majorité des droits aux flux de trésorerie. En outre, l'idée selon laquelle les MLP sont utilisées exclusivement à des fins de contrôle et ne présentent parallèlement pas d'intérêt économique, apparaît excessivement simpliste (Adams et Ferreira, 2007).

Parmi les rares études sur le choix entre les différents types de MLP, celle que Villalonga et Amit ont consacrée à un nombre important de sociétés du Fortune 500 (2006) montre tout d'abord que les jeunes sociétés encore contrôlées par le fondateur et/ou sa famille sont moins susceptibles de recourir à des MLP. Leur contrôle s'appuie encore sur un actionnariat concentré. Deuxièmement, certaines des principales formes de MLP constituent vraisemblablement des mesures de substitution. Ainsi, les sociétés peuvent choisir d'utiliser des structures duales ou pyramidales mais rarement les deux en même temps. À l'inverse, des conventions de vote sont souvent utilisées parallèlement aux structures pyramidales et les deux auteurs considèrent qu'il s'agit de deux outils complémentaires pour accroître le contrôle de la société.

7.1 Absence de proportionnalité : des mesures réglementaires peuvent-elles se justifier ?

L'existence, chez les entreprises cotées, de structures de propriété et de contrôle non proportionnelles traduit vraisemblablement les préférences des sociétés et celles (de la majorité) des actionnaires ; on peut donc considérer qu'elles découlent de la liberté de contracter. On peut toutefois se demander si elles ne sont pas contraires à l'intérêt général. Le Groupe de direction propose dans son analyse d'impact de la réglementation, actuellement en cours de révision, d'appliquer le « test du seuil » afin de déterminer la nécessité d'une intervention réglementaire. (Une telle décision dépendrait également des résultats d'une analyse coûts-avantages visant à déterminer si les avantages de la réglementation sont supérieurs aux coûts qu'elle induit.) Quatre problèmes pourraient notamment justifier une intervention réglementaire : [*Vers une meilleure réglementation du gouvernement d'entreprise : Expérience de la mise en œuvre de l'analyse d'impact de la réglementation (2007)*]: (1) défaillances de marché ; (2) défaillances réglementaires ; (3) risques inacceptables et (4) objectifs sociaux autres que ceux liés à l'efficacité économique.

La question des objectifs non économiques sort du cadre de la présente étude. Il est vrai que ces objectifs peuvent avoir été invoqués pour appuyer les arguments les moins rationnels liés à la « démocratie actionnariale ». Les gouvernements de certains pays de l'OCDE s'inquiètent ainsi que les MLP ne servent à maintenir le contrôle des familles ou d'autres actionnaires centraux sur certaines grandes entreprises nationales, parfois durant des générations entières. Toutefois, ces considérations relèvent d'un ensemble beaucoup plus large de politiques de distribution que la réglementation du gouvernement d'entreprise est à même de traiter.

Les réglementations favorisant une plus grande proportionnalité peuvent parfois se justifier par la menace que représentent certains « risques inacceptables ». Ainsi, même si les investisseurs sont bien informés et ont bénéficié d'une compensation intégrale pour les risques perçus lors de l'achat d'actions de sociétés recourant à des MLP (sous la forme des décotes présentées à la section 5.4), certains événements négatifs tels que les cas les plus extrêmes d'évidage et d'opérations entre parties apparentées peuvent générer des crises aux effets imprévisibles. Ils peuvent en outre induire des effets externes considérables. Ces derniers sont généralement dus à la valorisation des actifs financiers, susceptible d'entraîner une

augmentation importante, bien que généralement de courte durée, du financement externe, qui peut toucher des sociétés n'ayant aucun lien avec celle concernée mais situées dans le même pays ou possédant aux yeux des investisseurs un profil de risque identique. Le scandale de Parmalat, qui a momentanément presque totalement interrompu l'attribution de crédits à court terme aux sociétés italiennes, constitue un exemple de tels phénomènes de « contagion ».

Les défaillances réglementaires constituent dans une certaine mesure « le pendant » des défaillances du marché. En brandissant le spectre d'une réglementation excessive, elles invitent en substance les autorités à se demander si elles n'ont pas mis en place des contraintes démesurées, imposant ainsi à l'économie nationale des coûts injustifiés au vu des avantages escomptés. Pour des analyses essentiellement qualitatives telles que les tests de seuil, cela revient à évaluer les avantages découlant de l'absence de la réglementation concernée. L'analyse des défaillances réglementaires porte également sur la possibilité que la réglementation soit insuffisante plutôt qu'excessive. En ce sens elles pourraient s'apparenter à des dispositions législatives incomplètes : si elles autorisent une certaine flexibilité, des actions complémentaires, relatives par exemple à la transparence ou à la protection des intérêts minoritaires, pourraient avoir été négligées [cf. *Vers une meilleure réglementation du gouvernement d'entreprise : Expérience de la mise en œuvre de l'analyse d'impact de la réglementation* (2007)]. Au vu de la complexité que revêt la réglementation du gouvernement d'entreprise, cette analyse séduit par son côté intuitif. Elle demeure dans le même temps problématique lorsqu'elle est envisagée dans le contexte d'une analyse d'impact réglementaire (AIR), le remplacement d'un cadre réglementaire « déficient » par un autre plus solide impliquant un ensemble de frais réglementaires et certains avantages en découlant. Il est sans doute plus simple de considérer que les remèdes apportés à une réglementation déficiente constituent une mesure visant à corriger les défaillances de marché et à en évaluer les coûts et avantages particuliers.

7.1.1 Existe-t-il des preuves de défaillances de marché ?

Les asymétries d'information et la présence d'externalités économique sont les deux types les plus connus de défaillances de marché susceptibles de donner lieu à des effets négatifs de disproportion ou, dans certains cas, d'en découler. Un troisième type de défaillance de marché pourrait se produire lorsque le marché du contrôle des sociétés n'est pas suffisamment solide (par exemple, places financières ne bénéficiant pas de la capacité ni de la liquidité nécessaires pour valoriser correctement les différents types et classes d'actions). Cela ne constitue cependant pas un problème majeur pour un pays de l'OCDE moyen.

7.1.1.1 Asymétries d'information

La question des asymétries d'information porte entre autres sur la relation entre les bénéficiaires des MLP et les actionnaires minoritaires. Si les investisseurs sont pleinement informés, le principe de la liberté de contracter implique que les actions assorties de droits de vote inférieurs à ceux du groupe de contrôle puissent être achetées avec une décote, cette dernière reflétant la valeur accordée par les investisseurs aux droits de contrôle auxquels ils renoncent. Le fait que les investisseurs achètent volontairement des actions sans droit de vote, ou avec droits de vote limités, constitue l'argument le plus convaincant contre l'idée que ces titres soient intrinsèquement « inéquitables ». Si ces actions existent, c'est que les conditions dans lesquelles elles sont proposées apparaissent acceptables aux acquéreurs (Lee, 2006).

Pour autant que les actionnaires minoritaires effectuent des projections rationnelles, ils anticipent le degré d'opportunisme des « hommes de la maison » et achètent par conséquent des actions décotées (Burkhart et Lee, 2007). Leur capacité à dégager un rendement équitable dépend de la qualité de leurs prédictions sur la captation d'avantages par les minorités de contrôle. Pour la même raison, toute incertitude quant aux structures de contrôle de la société, aux intentions des actionnaires de contrôle et à

leur capacité à les traduire en faits, aux droits des actionnaires minoritaires et à l'applicabilité des dispositions juridiques et réglementaires, conduira à une décote plus importante.

Du strict point de vue du secteur privé, il apparaît dès lors qu'il convient simplement, pour résoudre la question de l'équité procédurale des MLP, de déterminer si les investisseurs possèdent suffisamment d'informations sur les systèmes de droits de vote liés aux actions et, de manière plus générale, sur la société dans laquelle ils souhaitent investir. Les Principes de l'OCDE, qui consacrent un chapitre entier à la transparence et à la diffusion d'informations (Chapitre V), soulignent l'importance de ces considérations. L'amélioration de la transparence des instruments de contrôle constitue également un élément central de la Directive de l'UE sur les OPA et figure en bonne place dans la réglementation des valeurs mobilières de nombreux pays.

Certains problèmes se présentent toutefois en pratique. Par exemple, certaines évolutions délibérées opérées au sein des systèmes de contrôle de la société, par exemple des transferts de blocs ou le retrait de membres clé de la direction, peuvent modifier radicalement les conditions initiales du contrat en vertu duquel la décote a été accordée. À moins que le détenteur de bloc ne s'engage de manière crédible envers les autres actionnaires – par exemple en modifiant la clause de contrôle des statuts – les craintes de modifications inattendues de la minorité de contrôle peuvent empêcher une valorisation efficiente des actions minoritaires (Mülbert, 2006).

7.1.1.2 Effets externes

Même s'il est possible de supprimer totalement les asymétries d'information – les contrats implicites et explicites liant les actionnaires de contrôle et minoritaires étant dès lors efficients – la disproportion peut peser par ses externalités sur l'efficacité économique globale. Lorsqu'elle se présente, cette situation est contraire aux recommandations des Principes, en vertu desquelles un régime de gouvernement d'entreprise doit être élaboré « en tenant compte de ses effets sur les performances globales de l'économie, de l'intégrité des marchés en promouvant leur transparence et leur efficacité, ainsi que des incitations qu'il crée pour les participants au marché. »

Les principales imperfections de marché susceptibles de générer des résultats infra-optimaux relèvent notamment du fait que si les bénéficiaires des MLP compensent les actionnaires minoritaires, il n'existe aucun mécanisme leur permettant de compenser les autres agents économiques pour les dommages qui leur seraient infligés. Ces dommages peuvent inclure (outre le risque de crises systémiques évoqué plus haut) des pertes de sous-investissement résultant des décotes importantes concédées ainsi qu'une mauvaise répartition du capital s'expliquant par le contrôle des « hommes de la maison » sur les groupes de sociétés.

Deux raisons expliquent pourquoi le sous-investissement résultant de décotes importantes ne constitue sans doute pas un problème majeur pour les pays de l'OCDE. Tout d'abord, comme le montre la section 5.4, ces décotes sont parfois insuffisantes pour inquiéter les responsables des politiques. À l'inverse, les effets des MLP sur les cours semblent beaucoup plus marqués dans certains pays en développement ou émergents. Selon les auteurs de différentes études empiriques, cela s'explique par la crainte que les actionnaires de contrôle ne procèdent à une captation d'avantages excessive, profitant de la faiblesse des cadres juridiques et réglementaires. Il ne faudrait pas en conclure que les instances réglementaires des pays de l'OCDE ne doivent pas se soucier de cette question. En conclusion à leur étude consacrée à certains cas d'évidage, Johnson *et al.* (2000) expliquent que même dans les économies les plus développées, les actionnaires de contrôle peuvent capter des ressources importantes aux dépens des actionnaires minoritaires. Il apparaît donc aux auteurs que certains systèmes juridiques sont particulièrement favorables à ces pratiques.

Deuxièmement, l'importance de ce problème dépend du degré de concurrence sur les marchés de produits. La décote découlant de l'existence de PLM se cantonne pour l'essentiel aux actions de la société concernée (même si elle peut dans certains cas être à l'origine d'effets de réputation aux conséquences plus étendues) ; s'il en résulte que la société subit un désavantage comparatif pour lever des capitaux, les mécanismes de marché devraient normalement fournir des incitations à corriger le problème. Si toutefois, le degré de concurrence est faible en raison d'une réglementation insuffisante ou d'une situation de monopole de fait, le coût du capital peut continuer d'être excessif, générant un problème sous-investissement.

Examinons maintenant le risque d'une mauvaise affectation du capital. Plusieurs études récentes montrent que le taux de retour sur investissement peut être moindre pour les sociétés pyramidales et les autres groupes que pour le secteur des entreprises dans son ensemble. Holmén et Högfeldt (2005) ont consacré une étude aux groupes pyramidaux suédois (qui sont fortement incités à réinvestir leurs bénéfices), constatant des décotes importantes pour les sociétés situées à l'assise comme au sommet de la structure. Ils en ont conclu que, bien que l'environnement réglementaire suédois limite les possibilités de captation d'avantages privés, les actionnaires de contrôle « surinvestissent systématiquement car ils ont accès à une source de financement assez peu onéreuse dont les exigences en termes de rendement sont moindres et plus souples que celles imposées par les marchés extérieurs. » Si les auteurs reconnaissent que ce problème peut également se présenter en l'absence de MLP, ils expliquent que l'existence d'un contrôle important sur les flux de trésorerie internes vient encore l'accentuer⁴⁸.

7.1.1.3 Les MLP présentent-ils des avantages macroéconomiques ?

Même si l'on reconnaît généralement qu'une forte concentration du contrôle (favorisée notamment par les MLP) présente un risque de coûts sociétaux, certains facteurs d'atténuation ont également été mentionnés. Lors des récents débats, des chercheurs ont notamment fait valoir qu'en raison de la corrélation entre protection des actionnaires minoritaires et surveillance effective du conseil, l'impact des MLP (« mécanismes d'amélioration du contrôle » dans les documents de l'UE) dépend du degré de concentration du capital et du pouvoir de contrôle au sein des divers secteurs d'entreprise nationaux (Burkhardt et Lee, 2007). S'il ressort que le capital est fortement dispersé (comme aux États-Unis), le fait d'autoriser une part de disproportion dans le contrôle de la société peut être efficient car il permet aux actionnaires de mieux surveiller le conseil d'administration. Si des détenteurs de blocs extérieurs au cercle de la direction souhaitent et peuvent contrôler les dirigeants et influencer sur les décisions de l'entreprise, cela pourrait s'avérer avantageux pour les autres actionnaires⁴⁹. Ils pourraient en effet user de leur influence pour maximiser les bénéfices sur titres dans l'intérêt de tous les actionnaires. Réciproquement, si leur actionnariat est déjà concentré, la présence des MLP pourrait favoriser les possibilités de captation d'avantages privés de la part d'actionnaires dominants, au détriment des investisseurs minoritaires. Il s'ensuit que les MLP peuvent, dans la plupart des cas, mais pas toujours, ne pas être efficaces d'un point de vue économique ; ainsi n'existe-t-il pas de règle universelle quant à savoir s'il convient d'imposer la règle « une voix par action ». L'étude de la Commission européenne (2007a), en particulier, est plutôt favorable à cette position.

⁴⁸ Sur cette question du contrôle par les initiés, d'autres éléments allant en ce sens sont proposés par Chirinko et Schaller (2003). Selon ces derniers, les membres du conseil des sociétés canadiennes décident d'investir sur la base de décotes comprise entre 3,5 et 4 points de pourcentage par rapport au marché.

⁴⁹ Pour un débat approfondi de cette question, voir Schleifer et Vishny (1997).

On pourrait cependant se demander si un tel argument ne se base pas excessivement sur un corpus de documents dont la plupart (à de rares exceptions près) ont étudié les effets de la concentration du capital sur la gouvernance d'entreprise, sans entrer dans les détails d'une séparation des flux de trésorerie et du contrôle. Ainsi, lorsqu'un investisseur acquiert un nombre croissant de voix au sein d'une entreprise uniquement par le biais des MLP, il sera davantage en mesure d'en contrôler les dirigeants mais, étant donné que ses droits aux flux de trésorerie restent identiques, il ne sera guère plus incité à agir de la sorte. L'argument selon lequel les MLP renforcent l'efficacité est d'autant affaibli si l'on considère le fait que les actionnaires qui accroissent leur contrôle par le biais des MLP sont bien souvent des « hommes de la maison », par exemple des membres du conseil d'administration. Dans de tels cas, les coûts de délégation seront nuls, dans la mesure où les droits de vote sont séparés des droits aux flux de trésorerie, et ces actionnaires seront encouragés à convertir leurs bénéfices sur titres en avantages privés, et ce d'autant plus que la disproportion sera importante.

Un dernier argument contre l'idée selon laquelle les MLP ont des effets sociétaux favorables est que cela est en contradiction avec la présence de décotes sur les actions d'entreprises recourant à ces mécanismes, ce qui a été étayé plus haut. On considère que ces décotes englobent les effets contradictoires que peuvent avoir sur les cours, d'une part, la perte de contrôle des personnes externes à l'entreprise, et d'autre part, les avantages financiers permettant de surmonter les problèmes d'incitation et d'enracinement. Même au sein d'entreprises dont on considère qu'elles fonctionnent correctement, les décotes estimées sont positives ou, au mieux, égales à zéro, ce qui indique que, globalement, les investisseurs minoritaires considèrent que les MLP nuisent à la valeur. Cela n'irait dans le sens de l'« intérêt général » que dans la mesure où les « hommes de la maison » se servent de leur pouvoir pour faire correspondre objectifs de l'entreprise et objectifs sociétaux, et ce au détriment des intérêts des autres actionnaires. Au plus, cela pourrait être le cas d'entreprises partiellement privatisées ainsi que de quelques rares autres sociétés liées aux responsables publics.

7.1.2 En résumé

Les arguments en faveur d'une limitation du recours aux MLP dans l'intérêt personnel des actionnaires minoritaires ne sont généralement pas très probants. Les investisseurs sont pour la plupart assez avisés pour savoir évaluer les risques et les pertes pouvant découler de structures de vote non conventionnelles ou, plutôt, de la combinaison de telles structures et d'une faible protection des actionnaires minoritaires. Les données empiriques semblent indiquer qu'ils tirent un profit en assumant ces risques, sous la forme de décotes appliquées aux titres dont les droits de vote sont limités par les MLP. Les études empiriques ne permettent pas de conclure que la valeur des décotes est toujours correctement fixée mais, bien souvent, on a pu constater qu'elle variait en fonction du degré de disproportion du pouvoir de contrôle ainsi que de la qualité du contexte juridique, réglementaire et commercial du pays concerné. Cela pourrait indiquer que, dans la mesure où s'applique la liberté de contracter, les actionnaires minoritaires et de contrôle peuvent s'entendre sur un prix d'équilibre reflétant leurs préférences relatives ainsi que sur une valorisation raisonnable du contrôle.

Le recours aux MLP afin de concentrer les droits de vote risquerait de créer des externalités qui pourraient justifier une intervention réglementaire. Il conviendrait sans doute de tenir compte des différences nationales, et en particulier du degré de concentration du capital, mais, même dans des pays où il est dispersé, tout semble indiquer que les MLP peuvent déclencher une perte d'efficacité nette globale du fait des motivations divergentes des différents groupes d'actionnaires. Les grandes entreprises protégées par les MLP « bloquent » leurs capitaux tandis que les places financières attribuent telle ou telle valeur à un titre selon les préférences des actionnaires de contrôle et minoritaires, ce qui influe sur l'allocation des

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

ressources productives ; de ce fait, le résultat final est rarement économiquement efficient du point de vue de la juridiction hôte.

Deux questions liées apparaissent ainsi : les inefficiences potentielles provoquées par les MLP sont-elles assez importantes pour justifier n'importe quelle mesure de réglementation et, si tel est le cas, quelle serait la meilleure façon d'intervenir ? C'est ce dont il sera question dans les deux sections suivantes. La section 7.2 examine les conséquences possibles de réglementations directes comme l'unification obligatoire des titres ainsi que d'autres mesures visant à limiter le recours aux MLP. La section 7.3 traite particulièrement la question des diverses mesures indirectes visant à supprimer ou à atténuer les effets pervers des MLP plutôt que celle de leur abolition pure et simple.

7.2 *Convient-il de réglementer la proportionnalité ?*

La pertinence d'une réglementation de la proportionnalité dépendra en dernier lieu des résultats d'une analyse coûts-avantages exhaustive, conforme aux orientations proposées par *Vers une meilleure réglementation du gouvernement d'entreprise : Expérience de la mise en œuvre de l'analyse d'impact de la réglementation* (2007), analyse qui permettrait de soupeser les avantages ci-dessus mentionnés, par rapport aux éventuelles pertes d'efficacité sociale ainsi qu'aux coûts de discipline fiscale et réglementaires et des compensations qui pourraient devoir être versées à certains actionnaires du fait de cette mesure de proportionnalité. Quoiqu'il en soit, une telle analyse, qui ne relève pas de la portée du présent document, pourrait donner des résultats différents selon la juridiction concernée. Les sections suivantes abordent en termes généraux quelques-unes des options ouvertes aux responsables politiques ainsi que leurs conséquences probables.

7.2.1 *Conséquences probables du principe « une voix par action »*

Le degré de contrôle que les propriétaires historiques pourront légalement obtenir ou maintenir influe sur le choix entre le statut de société cotée et celui de société non cotée (n'ayant souvent en pratique qu'un nombre limité d'actionnaires). En conséquence, les contraintes réglementaires quant au choix de structure de vote pourront avoir de lourdes conséquences sur la structure capitalistique et sur le mode de détention. À un extrême, une société pourrait préférer ne pas être introduite en Bourse. De nombreux entrepreneurs ne se risqueront sur les marchés de capitaux que s'il existe un certain nombre de garde-fous contre une éventuelle perte de contrôle. Dans une phase initiale, ils pourraient n'émettre qu'une part minoritaire mais, au fur et à mesure que croîtront les besoins de capitaux de leur entreprise, ils auront tendance à davantage dépendre des MLP. Il s'ensuit que les entrepreneurs pourraient ne pas souhaiter voir leur entreprise cotée en Bourse si par exemple les marchés financiers publics imposaient des règles de gouvernance strictes interdisant toute indépendance de la direction (Boot *et al.*, 2006). Dans la mesure où cela restreint l'accès au capital de nouvelles sociétés ou de sociétés à fort potentiel de croissance, cela n'irait guère dans le sens de l'intérêt général.

Adopter une solution autre que celle de la restriction du capital pourrait s'avérer pire encore. Les entrepreneurs pourraient décider de dépendre de capitaux privés, ce qui s'avérerait dans certains cas une bonne solution, mais qui, à une plus vaste échelle, contrarierait l'objectif économiquement réaliste de développer des marchés plus actifs et plus liquides pour le contrôle des sociétés. Ils pourraient également choisir de migrer vers des marchés aux réglementations plus conciliantes. C'est d'ailleurs ce qui s'est produit avec la perte apparente de parts de marché subies par le NYSE au profit de l'AMEX et du NASDAQ du fait de l'interdiction des actions à deux catégories pratiquée par le NYSE jusqu'en 1986,

évoquée dans une précédente section⁵⁰. Les introductions sur des places étrangères devenant une pratique de plus en plus courante, les règles sur les droits de vote pourraient également accélérer la délocalisation des sièges. La question de savoir si une telle évolution n'est absolument pas souhaitable ou bien si elle peut au contraire servir l'intérêt public en contraignant les entreprises peu performantes à quitter le marché, demeure centrale.

7.2.2 Unifications des catégories d'action

Les autorités se trouveraient probablement confrontées à un certain nombre de problèmes pratiques si elles décidaient d'imposer la règle « une voix par action » (que l'on définira ici comme signifiant la fin de la différenciation des droits de vote) via une modification du droit des sociétés ou de nouveaux critères de cotation. Dans la mesure où l'unification équivaut à une vente de droits de vote par des actionnaires à droits supérieurs à des actionnaires à droits inférieurs, la question de la compensation équitable devra être tranchée. Toute obligation d'unification doit préciser les conditions d'une telle opération (ou, pour le moins, établir un mécanisme à cette fin) car il est presque certain que les parties divergeront à ce propos. Par exemple, toute tentative de déterminer la « juste valeur » d'une catégorie d'actions en se fondant sur son prix antérieur se heurtera au fait que, comme nous l'avons vu plus haut, les primes de contrôle et les décotes telles qu'observées se rapportent essentiellement aux actions émises dans le public. Il est impossible d'évaluer de manière fiable la valeur que les actionnaires de contrôle accordent aux avantages privés issus de leurs investissements ; ce problème vient compliquer toute procédure d'unification.

Les conditions de telles opérations pourraient être prescrites par la législation. Mais du fait de ces problèmes d'appréciation, il s'ensuivrait vraisemblablement que les actionnaires, tant à droits supérieurs qu'inférieurs, les contesteraient et intenteraient une action en justice. En outre, les effets de redistribution de tout système à prix fixe sont prévisibles et peuvent être atténués. Comme nous l'avons vu plus haut, Bigelli *et al.* (2006) ont montré comment les actionnaires de contrôle peuvent tirer partie d'une faible compensation en acquérant les droits de vote des actionnaires minoritaires avant l'unification (cela dépendrait néanmoins d'informations privilégiées qui n'existeraient généralement pas en cas d'évolution réglementaire.) En outre, les effets de richesse pourraient être ambigus lorsque les actionnaires de contrôle détiennent des actions assorties de droits de vote supérieurs et inférieurs, conservant ainsi le contrôle après l'unification (Hauser et Lauterbach, 2003).

Les conditions de l'unification pourraient plutôt être déterminées par le biais d'une évaluation indépendante. Cependant, lorsqu'il cherchera à définir une compensation économiquement efficiente, tout « évaluateur » indépendant se trouvera confronté aux incertitudes concernant les avantages privés, ce dont il a été question plus haut. En même temps, il lui faudra estimer comment cette unification des actions pourrait affecter les bénéficiaires sur titres. Réciproquement, les autorités pourraient permettre aux actionnaires de négocier eux-mêmes le montant de la compensation et les contraindre à un accord en faisant en sorte que tout échec leur soit coûteux (Burkart et Lee, 2006). Il serait possible d'y parvenir si la loi prévoyait une période de transition et une règle de compensation contraignante s'appliquant à toutes les parties n'étant pas parvenues à un accord. Cependant, il serait extrêmement difficile de concevoir de tels systèmes sans qu'ils n'affectent les stratégies de négociation des différentes parties, ce qui influencerait sur l'issue du processus.

⁵⁰ Loss et Seligman (*op cit.*)

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

7.2.3 *Autres instruments permettant de séparer propriété et contrôle*

Certes, toute interdiction d'une dissociation des droits de vote risquerait d'entraîner les entreprises à abandonner les structures à deux catégories au profit d'autres MLP, et notamment les structures pyramidales et celles en cascade. Comme nous l'avons vu plus haut, certaines juridictions interdisent la combinaison de sociétés cotées et non cotées au sein de structures pyramidales, mais les autorités de tutelle ne découragent pas aussi systématiquement la détention d'une société cotée par une autre. Cependant, comme on a pu par exemple le constater aux États-Unis, les structures pyramidales peuvent être quasiment éliminées en apportant modifications au code fiscal des entreprises⁵¹.

Les structures pyramidales, comme d'ailleurs les participations croisées, soulèvent des problèmes liés au principe de proportionnalité, mais également à la différenciation des droits de vote, en ce qu'elles constituent des déviations par rapport aux statuts constitutifs (cela s'applique également aux détentions de fondations, très pratiquées aux Pays-Bas.) Les spécialistes reconnaissent que, si les structures pyramidales peuvent être favorables au gouvernement d'entreprise et induire de plus larges avantages économiques (par exemple, un marché interne de capital et de main-d'œuvre), elles tendent également à être plus opaques et à affecter davantage la liquidité des marchés pour le contrôle des sociétés que la différenciation des droits de vote attachés aux actions ordinaires (Becht, 1999).

En outre, comme nous l'avons observé plus haut, la disponibilité de « nouveaux » instruments financiers, notamment certains produits dérivés, peut permettre de dissocier contrôle et propriété, pratiquement quelles que soient les caractéristiques des actions utilisées dans ces montages. Du fait de tels instruments, la structure de vote perd une partie de sa pertinence. Et, si les autorités venaient à imposer des limites juridiques aux MLP dont disposent les actionnaires de contrôle, le nombre et l'utilisation de ces instruments augmenteraient vraisemblablement.

L'impact d'instruments tels que les prêts d'actions et les instruments dérivés sur actions sur les marchés de contrôle des sociétés attire de plus en plus l'attention, en particulier celle des chercheurs. Il n'est pas surprenant que cette polémique fasse écho à celle sur les MLP. Certains arguent que les systèmes d'échange de droits de vote peuvent renforcer le pouvoir de contrôle sur les conseils d'administration en limitant la présence de 'cavaliers libres' (Christoffersen *et al.*, 2006). D'autres considèrent que la dissociation des flux de trésorerie et des droits de vote peut conduire à des acquisitions inefficaces et permettre aux investisseurs mal intentionnés de contrôler l'entreprise en question (Hu et Black, 2006). Ici, la principale préoccupation est que les investisseurs puissent à la fois détenir des droits de vote et des positions dérivées inversement proportionnelles aux droits aux flux de trésorerie de leurs actions ordinaires, ce qui risque d'entraîner des conflits d'intérêts.

7.2.4 *Mettre en œuvre des réglementations ou bien 'appliquer et expliquer' ?*

Le Forum européen du gouvernement d'entreprise (FEGE, 2007) a récemment suggéré que les autorités de tutelle évitent toute réglementation trop large de la proportionnalité⁵². Il conviendrait plutôt d'imposer des exigences de transparence et de divulgation et d'aborder les MLP pouvant être à l'origine de

⁵¹ Ferrarini (2006). Cela se fait toutefois aux dépens des nombreux gains d'efficacité censés découler de ce type de structures.

⁵² Proposition soumise par un Groupe de travail sur la proportionnalité composé de José Garrido Garcia, Klaus Hopt, Jonathan Rickford, Jan Schans Christensen, Jaap Winter et Eddy Wymeersch. Le document est disponible sur le site Internet de la Commission européenne : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/workinggroup_proportionality_en.pdf.

problèmes particuliers. S'agissant de ce dernier point, le Forum a énoncé quatre types de pratiques sur lesquelles la Commission européenne pourrait immédiatement se pencher : (1) l'enracinement 'profond' du conseil d'administration, (2) le recours aux MLP pour faire avancer les intérêts des acteurs publics ou parapublics, (3) l'utilisation d'instruments de marché afin de dissocier droits de vote et propriété économique (voir ci-dessus), et (4) l'architecture de droit de vote dans les différents pays, y compris le rôle des intermédiaires agissant au nom de leurs clients.

En ce qui concerne la question primordiale de la transparence, le Forum a émis des recommandations dont certaines sont globalement cohérentes avec les Principes de l'OCDE. Cependant, cela va bien au-delà du simple avis selon lequel les investisseurs doivent avoir accès à la totalité des informations sur les structures de vote des sociétés dans lesquelles ils investissent. Par exemple, les sociétés ayant des MLP devraient « expliciter de manière raisonnée les objectifs et les effets des mécanismes mis en application. ». Les actionnaires qui profitent de façon substantielle des MLP seraient également tenus de « communiquer des informations sur l'importance et la nature de leur participation ainsi que sur leur politique d'exercice des pouvoirs pertinents. ».

Qui plus est, les gouvernements des États membres de l'UE devront fournir des informations annuelles sur l'utilisation de structures non proportionnelles au sein de leurs juridictions. Il pourra « également leur être demandé dans quelle mesure les statuts constitutifs de leurs sociétés ou leur législation des titres de placement contiennent des mesures compensatoires permettant de répondre aux préoccupations découlant de l'utilisation de mécanismes de répartition non proportionnelle » ainsi que « de préciser quelles mesures ils envisageraient au cas où celles en place ne s'avèreraient pas efficaces ». Cette proposition sera probablement interprétée comme une mesure imposant « d'appliquer ou d'expliquer », qui établirait dans les faits la proportionnalité en tant que critère, critère par rapport auquel il conviendra que tout écart soit justifié tant par les gouvernements que par les investisseurs et les sociétés⁵³.

7.2.5 *En résumé*

Les précédentes sections semblent démontrer qu'il n'existe pas de réglementation simple, ni même peu coûteuse, en mesure d'imposer la proportionnalité. Comme le démontre l'expérience de certains pays de l'OCDE, il est tout à fait possible d'imposer la conversion obligatoire d'actions de différentes catégories. Une telle opération ne manque cependant pas de poser certains problèmes en particulier du fait que la valeur relative des différentes catégories d'actions est très difficile à établir. Pour compenser les « perdants » il sera souvent nécessaire de recourir à l'argent public ; à défaut de compensation adéquate, il risquerait de se produire une grave distorsion du marché, avec toutes les pertes d'efficacité que cela entraînerait.

La difficulté ne réside pas seulement dans la question de l'unification des catégories d'actions. La multitude de MLP disponibles, dont certaines ont un effet largement équivalent, est telle qu'il faudrait imposer des réglementations plus ambitieuses pour établir la proportionnalité. Ainsi conviendrait-il de modifier le droit des sociétés (ou la législation fiscale) afin de décourager les structures pyramidales et d'établir des réglementations financières pour faire face aux nouveaux instruments – tels que les produits dérivés – permettant de dissocier propriété et contrôle. Il conviendrait également d'intervenir de façon beaucoup plus ciblée sur le gouvernement d'entreprise afin de réglementer les arrangements de vote et de direction, les procédures de vote et le nombre incalculable d'instruments plus ou moins formels pouvant

⁵³ Des critiques similaires ont déjà été émises à l'encontre des dispositions de la Directive européenne sur les OPA, qui selon Hirte (2004) « reprend de nombreux points que la cinquième Directive n'est pas parvenue à harmoniser » et établit dans les faits « le principe 'une voix par action' en tant que norme pour l'Europe ».

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

avoir des effets similaires aux structures non proportionnelles de propriété et de contrôle. Le fardeau réglementaire serait évidemment tout à fait considérable, tant en termes de frais administratifs que de coûts de discipline fiscale, mais également du fait des barrières aux activités économiques porteuses d'efficience (non liées aux MLP) qui ne manqueraient pas d'apparaître. Bien évidemment, les autorités pourraient préférer se contenter d'interdire les MLP particulièrement pernicieuses (ce qui, dans le contexte d'une analyse d'impact réglementaire, serait plus facile à justifier en se fondant sur une analyse coûts – avantages). Le FEGE (2007) a proposé que la priorité soit accordée aux mécanismes risquant tout particulièrement d'entraîner l'enracinement des conseils d'administration.

La proposition de prendre des mesures réglementaires afin de relever les normes de transparence et de divulgation est conforme aux Principes. Le grand public comme les investisseurs profiteront d'un meilleur accès aux informations sur les structures de contrôle de la société et cette obligation de divulgation pourrait dans le même temps être un facteur de discipline pour les entreprises. Il convient cependant de demeurer prudent. Les obligations de divulgation ont un prix (une remarque maintes fois émise par les opposants à la loi Sarbanes-Oxley), alors qu'accorder une certaine confidentialité aux stratégies d'entreprise et financières paraît légitime et pourrait même renforcer l'efficience.

7.3 Régulation de la captation d'avantages privés

Si l'on convient que, d'une part, l'absence de proportionnalité peut avoir des conséquences négatives mais que, d'autre part, imposer ce principe peut entraîner des coûts prohibitifs – voire être parfois presque irréalisable – il pourrait être judicieux de prendre des mesures réglementaires afin d'en atténuer les conséquences négatives. Dans le cas des MLP, ces effets pervers comprennent la captation d'avantages privés, néfaste d'un point de vue sociétal (et ce, que les actionnaires minoritaires les perçoivent ou non comme illicites).

Une structure de gouvernance d'entreprise solide est l'une des meilleures garanties contre toute captation abusive d'avantages privés car elle permet de contrôler les actionnaires. Dans l'hypothèse la plus optimiste, les avantages privés résiduels pourraient même être inférieurs à l'effet de stimulation de l'efficience des MLP, permettant ainsi de faire face aux coûts de délégation et d'incitation. Dans ce cas, l'effet combiné des MLP et d'une réglementation adéquate aura une incidence sociale plus positive que dans le cas d'une hypothèse de base excluant les MLP. Selon cette logique, les mesures permettant de réduire les coûts potentiels des MLP sont, en fait, la seconde meilleure façon d'optimiser les structures de gouvernement d'entreprise. Elles pourraient même être motivées par les difficultés perçues pour consacrer un effort plus concerté à l'amélioration de la législation et des réglementations pertinentes ainsi qu'à leur mise en œuvre.

Dans le contexte des MLP, trois aspects au moins semblent revêtir une importance essentielle : (1) la présence de marchés financiers liquides et où l'information circule correctement, capables d'évaluer correctement les inconvénients vraisemblables des MLP sur les actionnaires externes, (2) l'existence de lois et de réglementations interdisant que les captations d'avantages privés n'atteignent des niveaux socialement inacceptables (y compris les dispositions « ex-ante » visant à protéger les actionnaires minoritaires, auxquelles fait référence la Méthodologie), et (3) la présence de mécanismes de mise en œuvre adéquats, y compris, pour tous les actionnaires, un droit de recours rapide et financièrement accessible.

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

7.3.1 *Discipline de marché et avantages privés*

Les données empiriques évoquées ci-dessus soulignent l'importance des marchés financiers. Les différences entre les cours des actions démontrent que les investisseurs avertis établissent systématiquement une distinction entre les sociétés et les marchés en fonction de la rigueur perçue des MLP en place. À un extrême, les MLP sont très rares au Royaume-Uni du fait de l'hostilité marquée des principaux acteurs de la City à leur rencontre. De toute évidence, un signal de prix clair, y compris en ce qui concerne la valeur de marché potentielle d'une future offre d'actions, incite fortement les sociétés à ne pas recourir à des structures non proportionnelles.

Des facteurs 'disciplinaires' supplémentaires pourraient s'appliquer. Il pourrait par exemple être excessivement simpliste de considérer que le degré d'influence des détenteurs de blocs ne dépend que de leurs voix. En pratique, les plus gros d'entre eux, même en la présence de MLP, ne contrôlent souvent que moins de 50 % des actions assorties de droits de vote et devront faire appel au soutien d'autres actionnaires, ce qui réduit la possibilité de les voir abuser de leur position. Parmi les arguments plaçant contre la détention de blocs de contrôle excessivement importants figurent le fait que les investisseurs rétifs au risque se sont pas incités à investir une trop grande part de leurs actifs dans une seule société et qu'il est difficile de liquider une position très importante en cas de besoin (par exemple suite à une pénurie de liquidités sur le marché secondaire).

Une autre contrainte potentielle sur le comportement des « hommes de la maison » est le marché du contrôle des sociétés, bien que ce sujet ne soit pas réellement du ressort de cette étude. Outre que cela faciliterait les transferts de contrôle réels, la simple possibilité qu'une personne externe à la société puisse remettre en cause le contrôle exercé par « les hommes de la maison » pourrait avoir un effet 'disciplinaire' et inciter ces derniers à s'abstenir d'actions intéressées qui réduisent la valeur de la société⁵⁴. Selon Burkhart et Lee (2007), « le caractère contestable du contrôle et la concentration partielle du capital constituent deux mécanismes permettant de réduire les conflits entre actionnaires internes et (externes). Un recours à ces deux mécanismes afin de discipliner les « hommes de la maison » paraît donc la solution idéale.

Diverses études sur le cours des actions des sociétés recourant aux MLP mettent l'accent sur l'importance des lois et des réglementations, ainsi que sur leur mise en œuvre. Comme on l'a vu plus haut, les décotes que les investisseurs parviennent à capter via leurs investissements dans des parts minoritaires semblent varier systématiquement en fonction de leur évaluation du degré de protection que leur offrent les structures juridiques et commerciales et de leur perception quant aux intentions des actionnaires de contrôle. Au sein de certains pays scandinaves par exemple, où l'on a souvent recours aux structures d'actions à catégories multiples, mais où le contexte juridique et réglementaire laisse apparemment peu de possibilité de captations d'avantages privés abusifs, les décotes sont généralement fort modestes. Par contre, les études ont démontré que des décotes très importantes sont courantes dans les pays n'offrant qu'une protection relativement limitée aux actionnaires minoritaires, y compris au sein des marchés émergents hors la zone de l'OCDE.

7.3.2 *Les Principes de l'OCDE et la captation d'avantages privés*

Même si personne ne conteste la nécessité de régimes de gouvernement d'entreprise solides, il peut être extrêmement difficile de les traduire dans les faits. Dans de nombreux pays, il serait nécessaire de

⁵⁴ Holmström et Kaplan (2001), par exemple, attribuent à la perspective d'offres publiques d'achat la profonde restructuration réalisée par les directions.

réformer de nombreuses lois et des réglementations pour que les entreprises limitent enfin la captation d'avantages privés. Si de telles mesures n'étaient envisagées que pour traiter le coût de la disproportion – qui, dans la plupart des cas, restera sans doute relativement limité – la simple logique d'une analyse d'impact réglementaire suffirait sans doute à convaincre de s'en détourner. En pratique, il pourrait être plus simple et plus économique d'interdire (certaines) MLP. Il convient cependant de ne pas passer outre certaines normes minimales de gouvernement d'entreprise. Les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE contiennent des dispositions qui concernent directement ou indirectement la question de la captation d'avantages par les actionnaires de contrôle.

Comme nous l'avons vu plus haut, les Principes de l'OCDE fournissent une série de critères permettant d'évaluer la pertinence du principe de proportionnalité, particulièrement en ce qui concerne les réglementations et d'autres formes de protection contre les abus de pouvoir interne et ceux des actionnaires de contrôle. Les deux principes les plus directement liés à cette question sont III.A.2 (« [les] actionnaires minoritaires doivent être protégés contre les actes abusifs commis directement ou indirectement par les actionnaires de contrôle ou dans leur intérêt, et disposer de voies de recours efficaces. »)⁵⁵ et VI.B (« Lorsque ses décisions peuvent affecter de manière variable les différentes catégories d'actionnaires, le conseil d'administration doit veiller à traiter équitablement tous les actionnaires. »).

Ces deux principes pragmatiques sont nécessairement définis de façon très large. La Méthodologie présente quelques mesures plus concrètes, réglementaires ou autres, permettant de protéger les actionnaires minoritaires, posant comme préalable que celles-ci peuvent comprendre, ex-ante, les droits préventifs, le recours à la majorité qualifiée pour certaines décisions d'actionnaires ainsi que la possibilité pour les actionnaires minoritaires de convoquer une assemblée des actionnaires. Les voies de recours ex post comprennent les dérivés, les procédures collectives et les enquêtes et actions menées par les autorités de tutelle. Essentiellement, seuls les tribunaux et les instances d'arbitrage peuvent faire appliquer le principe VI.B, une fois établies des normes garantissant un traitement « équitable ». Dans les pays ne disposant que de peu, voire d'aucune, jurisprudence en la matière, il pourrait être très difficile de déterminer dans quelle mesure les actionnaires minoritaires bénéficient réellement d'un traitement équitable.

⁵⁵ Les versions en langue anglaise des Principes et du présent document utilisent respectivement les vocables « minority shareholder » et « non-controlling shareholder », traduits en français par « actionnaire minoritaire ».

BIBLIOGRAPHIE

- Adams, R. et Ferreira, D. (2007), « One Share, One Vote: The Empirical Evidence », ECGI, document de travail financier n° 177/2007.
- Barca, F. et Becht, M. dir. pub. (2001), *The Control of Corporate Europe*.
- Bebchuk, L. (1989), « Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments », *Harvard Law Review*, vol. 102.
- Bebchuk, L. et Cohen, A. (2005), « The Costs of Entrenched Boards », *Journal of Financial Economics*, vol. 78.
- Bebchuk, L., Cohen, A. et Ferrell, A. (2004), « What Matters in Corporate Governance? » document de réflexion n° 491, John M. Olin Centre, Harvard Law School.
- Becht, M. (2003), « Reciprocity in Takeovers », ECGI, document de travail juridique n° 14/2003.
- Becht, M. (2001), « Beneficial Ownership in the United States », in F. Barca et M. Becht (2001), *The Corporate Control of Europe*, FEEM Studies in Economics, Oxford.
- Becht, M. (1999), « European Corporate Governance: Trading off Liquidity against Control », *European Economic Review*, vol. 43 (4-6).
- Becht, M. et Böhmer, E. (2001), « Ownership and Voting Power in Germany », in F. Barca et M. Becht (2001), *The Corporate Control of Europe*, FEEM Studies in Economics, Oxford.
- Becht, M., Bolton, P. et Röell, A. (2003), « Corporate Governance and Control », in G. Constantinides, Harris, H. et Stulz, R. (dir. pub.), *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, Amsterdam.
- Becht, M., Chapelle, A. et Renneboog, L. (2001), « Shareholding Cascades: The Separation of Ownership and Control in Belgium », in Barca, F. et Becht, M. (2001), *The Corporate Control of Europe*, FEEM Studies in Economics, Oxford.
- Ben-Amar, W. et André, P. (2006), « Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: the Case of Family Ownership in Canada », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 33(3).
- Bennedsen, M. et Nielsen, K.M. (2006), « The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe », ECGI, document de travail financier n°134/2006.

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

- Bianchi, M. et Bianco, M. (2006), « Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions », *ECGI*, document de travail financier n°144/2006.
- Bigelli, M., Mehrotra, V. et Rau, P.R. (2006), « Expropriation through unification? Wealth effects of dual class share unifications in Italy », document présenté lors de la réunion annuelle de l'European Financial Management Association, organisée du 28 juin au 1^{er} juillet 2006 à Madrid, Espagne.
- Black, B., Jang, H. et Kim, W. (2005), « Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea », *ECGI*, document de travail financier n° 86/2005.
- Boot, A.W.A., Gopalan, R. et Thakor, A.V. (2006), « The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership », *Journal of Finance*, vol.71(2).
- Brennan, M. et Franks, J. (1997), « Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK », *Journal of Financial Economics*, vol. 45.
- Burkart, M. et Lee, S. (2007), « The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective », *ECGI*, document de travail financier n°176/2007.
- Chirinko, R.S. et Schaller, H. (2004), « A revealed preference approach to understanding corporate governance problems: Evidence from Canada », *Journal of Financial Economics*, vol. 74.
- Christoffersen, S.E.K., Geczy, C.C., Musto, D.K. et Reed, A.V. (2006), « Vote Trading and Information Aggregation », Université McGill.
- Claessens, S., Djankov, S. et Lang, L.H.P. (2000), « The separation of ownership and control in East Asian corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 58.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan J.P.M. et Lang, L.H.P. (2002), « Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings », *Journal of Finance*, vol. 57.
- Coffee, J.C. Jr. (1989), « The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role », *Columbia Law Review*, vol. 89.
- Commission européenne (2007a), « Report on the Proportionality Principle in the European Union », étude externe commandée par la Commission européenne à Institutional Shareholder Services, Shearman & Sterling LLP et à l'Institut européen de gouvernement d'entreprise.
- Commission européenne (2007b), « Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study », étude juridique de chaque juridiction commandée à Shearman & Sterling LLP par la Commission européenne.
- Commission européenne (2002), « Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States », étude commandée à Weil, Gotshal & Manges LLP par la Commission européenne.
- Cronqvist, H. et Nilsson, M. (2003), « Agency costs of controlling minority shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38.

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

Deminor (2005), « Application of the one share – one vote principle in Europe », étude demandée par l'Association of British Insurers.

Dimitrov, V. et Jain, P.C. (2006), « Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual Class: Growth and Long-Run Stock Returns », *Journal of Corporate Finance*, vol. 12.

Dyck, A. et Zingales, L. (2002), « Private benefits of control: An international comparison », document de réflexion n° 3177 du CEPR.

Forum européen du gouvernement d'entreprise (2007), « Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality », document non publié.

Faccio, M. et Lang, L.H.P. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65(3).

Ferrarini, G. (2006), « One Share – One Vote: A European Rule? », ECGI, document de travail juridique n° 58/2006.

Fremond, O. et Capaul M. (2003), « Capital structures and control rights: Patterns, Trade-offs, and Policy Implications », in Litan, R.E., Pomerleano, M. et Sundararajan, V., *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Bookings Institution.

Gilson, R.J. (2006), « Controlling shareholders and corporate governance », in *One Share One Vote? Tomorrow's Companies: One Universal Model or Tailored Equity Structures?* European Policy Forum, Londres.

Goergen, M., Martynova, M. et Renneboog, L. (2005), « Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe », documents de réflexion n° 05-19, Tjalling C. Koopmans Research Institute.

Gompers, P.A., Ishii, J. et Metrick, A. (2007), « Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States » (document non publié).

Grossmann, S. et Hart, O. (1988), « One share-one vote and the market for corporate control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20.

Gugler, K., Mueller, D.C. et Yurtoglu, B.B. (2003), « The impact of corporate governance on investment returns in developed and developing countries », *The Economic Journal*, vol. 113.

Hanazaki, M. et Liu, Q. (2006), « Corporate Governance and Investment in East Asian Firms – Empirical Analysis of Family-Controlled Firms », document de travail n° 2006-12 du Centre for Economic Institutions.

Hauser, S. et Lauterbach, B. (2003), « The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual Class Stock Unifications » (document non publié).

Holmström, B. et Kaplan, S.N. (2001), « Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s », *Journal of Economics and Management Strategies*, vol. 1(1).

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

- Hu, H.T.C. et Black, B. (2006), « Hedge Funds, Insiders and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies, ECGI, document de travail financier n°56/2006.
- Joh, S.W. (2003), « Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis », *Journal of Financial Economics*, vol. 69.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. et Shleifer, A. (2000), « Tunelling », document de travail n°7523 du NBER.
- Karpoff, J.M. (2001), « The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings », document présenté lors du Séminaire international sur les pratiques de gouvernement d'entreprise, 10 septembre 2001.
- Khachaturyan, A. (2006), « The One-Share-One-Vote Controversy in the EU », document n°1 de l'ECMI, août 2006.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. (1998), « Corporate Ownership around the World », document n°1840 du Harvard Institute of Economic Research.
- Lee, I.B. (2006), « Fairness, Finance and Dual-Class Share Structures », in *One Share One Vote? Tomorrow's Companies: One Universal Model or Tailored Equity Structures?* European Policy Forum, Londres.
- Lemmon, M.L. et Lins, K.V. (2003), « Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance*, vol. 58, n°4.
- Lins, K.V. (2003), « Equity ownership and firm value in emerging markets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38.
- Loss, L. et Seligman, J. (2003), *Securities Regulation*, 3^e édition, New York.
- Masulis, R.W., Wang, C. et Xie, F. (2006), « Corporate Governance and Acquirer Returns », ECGI, document de travail financier n°116/2006.
- Maury, B. et Pajuste, A. (2004), « Multiple Controlling Shareholders and Firm Value, *Journal of Banking and Finance*, vol. 29.
- Morck, R. (2003), « Why Some Double Taxation Might Make Sense: The Special Case of Inter-corporate Dividends », document de travail n°W9651 du NBER.
- Morck, R., Wolfenzon, D. et Yeung, B. (2004), « Corporate governance, Economic entrenchment and Growth », document de travail n°10692 du NBER.
- Mülbert, P.O. (2006), « Is there as case for 'one share one vote'? », in *One Share One Vote? Tomorrow's Companies: One Universal Model or Tailored Equity Structures?* European Policy Forum, Londres.
- Nenova, T. (2005), « A Corporate Governance Framework for Developing Countries », *Contaduría y Administración*, n° 217, Université nationale autonome du Mexique.

Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle

- Nenova, T. (2003), « The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis », *Journal of Financial Economics* vol. 68(3).
- Obata, S. (2002), « Pyramid Business Groups in East Asia: Insurance or Tunnelling? », document de travail n°2002-13 du Centre for Economic Institutions.
- OCDE (2007), *Méthodologie d'évaluation de la mise en œuvre des Principes de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise*.
- OCDE (2004a), *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*
- OCDE (2004b), *Gouvernement d'entreprise: panorama des pays de l'OCDE*.
- Pajuste, A. (2005), « Determinants and consequences of the unification of dual-class shares », Banque centrale européenne, document de travail n° 465.
- Pistor, K., Keinan, Y., Kleinheisterkamp, J. et West, M.D. (2003), « Innovation in Corporate Law », *Journal of Comparative Economics*, vol. 31.
- Rickford, J. (2006), « Invisible hand or dead hand? Reflections on the EU 'one share one vote' », in *One Share One Vote? Tomorrow's Companies: One Universal Model or Tailored Equity Structures?* European Policy Forum, Londres.
- Schleifer, A. et Vishny, R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109.
- Smart, S., Ramabhadran, S. et Zutter, C. (2006), What's in a Vote? The Short- and Long-Run impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Values », document de travail, Université d'Indiana.
- Ventoruzzo, M. (2006), « Experiment in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition », travail de recherche n° 06-02, Institut de droit comparé de l'Université de Bocconi.
- Villalonga, B. et Amit, R. (2006), « Benefits and Costs of Control-Enhancing Mechanisms in U.S. Family Firms », (document non publié).
- Zingales, L. (1995), « What Determines the Value of Corporate Votes? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110.