



**LE ROLE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT  
ET DES FONDS D'ARBITRAGE ACTIVISTES DANS LE  
GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE –  
QUESTIONS CONNEXES A L'INTENTION DES POUVOIRS PUBLICS**

**Publié par le Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, janvier 2008**

Suite au rapport relatif aux fonds d'arbitrage activistes et de capital-investissement, le Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise a considéré les problèmes d'action publique de la perspective des *Principes du gouvernement d'entreprise de l'OCDE* et a décidé de publier ses conclusions.

## TABLE DES MATIÈRES

LE RÔLE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT ET DES FONDS D'ARBITRAGE ACTIVISTES DANS LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE – QUESTIONS CONNEXES À L'INTENTION DES POUVOIRS PUBLICS.....	3
1. Synthèse, principales conclusions et prochaines étapes.....	3
2. La structure du rapport.....	5
1. LE DISPOSITIF DES POUVOIRS PUBLICS .....	5
2. PRÉSERVER L'INTEGRITÉ DU MARCHÉ.....	7
2.1 Abus de marché .....	7
2.1.1 Délits d'initiés .....	7
2.1.2 Actions concertées et déclaration des droits de vote et des intentions de l'investisseur .....	9
2.1.3 Conflits d'intérêts .....	10
2.1.4 Opérations donnant lieu à un changement de contrôle avec implication de personnes initiées.....	12
2.2 Le rôle du conseil d'administration en matière de protection des intérêts de l'entreprise .....	13
3. QUESTIONS RELATIVES AUX PARTIES PRENANTES .....	14
3.1 L'endettement dans les dispositifs de gouvernement d'entreprise .....	15
3.2 Le droit des faillites est-il adapté ?.....	15
3.3 Problèmes concernant les salariés et impliquant les fonds de pension.....	17
4. QUESTIONS FONDAMENTALES CONCERNANT LE DROIT DES SOCIÉTÉS ET LA LÉGISLATION SUR LES VALEURS MOBILIÈRES.....	18
4.1 Des lois spéciales pour les sociétés non cotées, mais aussi pour les rachats à effet de levier? ..	18
4.2 Les obligations de diffusion de l'information imposées aux entreprises non cotées sont-elles adaptées ? .....	20
4.3 Quorum pour les décisions importantes .....	21
4.4 Les questions de gouvernement d'entreprise posées par les structures de capital-investissement cotées .....	22
5. LA NOTION DE « VUES À COURT TERME ».....	23
BIBLIOGRAPHIE .....	25

## **LE RÔLE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT ET DES FONDS D'ARBITRAGE ACTIVISTES DANS LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE – QUESTIONS CONNEXES À L'INTENTION DES POUVOIRS PUBLICS**

### **1. Synthèse, principales conclusions et prochaines étapes**

Lors de sa réunion d'avril 2007, le Groupe de direction est parvenu à la conclusion que les firmes de capital-investissement et les fonds d'arbitrage activistes jouent normalement un rôle positif dans le gouvernement d'entreprise lorsqu'ils sont convenablement incités à faire un usage actif et avisé de leurs droits d'actionnaires. Les éléments réunis à l'occasion de plusieurs études, qui ont été soigneusement examinées et discutées par le Groupe de direction, montrent que les firmes de capital investissement et les fonds d'arbitrage activistes se comportent souvent en actionnaires avisés et jouent un rôle plus actif dans le suivi des performances des entreprises et de leur direction que d'autres investisseurs institutionnels. Ils contribuent ainsi à une meilleure répartition des risques et des ressources au sein de l'ensemble de l'économie.

En conséquence, les pouvoirs publics ont tout intérêt à ce que le dispositif législatif et réglementaire encourage un actionariat actif et avisé, cet objectif étant d'ailleurs également mis en exergue dans la version de 2004 des Principes de gouvernement d'entreprise publiés par l'OCDE.

Le Groupe de direction a en outre conclu que les Principes existants de l'OCDE constituent le meilleur cadre pour répondre aux éventuelles préoccupations suscitées par les pratiques de gouvernance des firmes de capital-investissement et les fonds d'arbitrage activistes. Cela étant, pour préserver leur pertinence, il pourrait être utile de préciser plus avant la façon dont on peut appliquer les Principes de l'OCDE aux pratiques de gouvernance couramment associées aux firmes de capital-investissement et aux fonds d'arbitrage activistes. Le Groupe de direction a souligné que pour mieux comprendre les problèmes et la façon de les régler, ce travail de précision devrait passer par un dialogue avec le secteur privé.

Déjà lors des discussions préliminaires, le Groupe de direction a mis en évidence un certain nombre de problèmes étroitement (mais non exclusivement) liés à « l'activisme actionnariale » sous ses différentes formes. Ce document s'appuie sur les discussions au sein du Groupe de direction et présente une analyse plus fine des domaines dans lesquels l'utilisation concrète des Principes et de la Méthodologie de l'OCDE bénéficierait d'un échange d'expériences et d'exemples de la façon d'appliquer les Principes sur le terrain. Ces problèmes se répartissent en trois grands groupes.

- Compte tenu des stratégies actionnariales des firmes de capital-investissement et des fonds d'arbitrage activistes, il n'est pas surprenant que la catégorie la plus large de problèmes a trait à l'efficacité du marché du contrôle des sociétés et de l'influence sur les sociétés, notamment en ce qui concerne la divulgation des participations et les conflits d'intérêts. En ce qui concerne la divulgation des participations, des questions se posent sur le niveau optimum, le moment et le contenu, notamment pour ce qui est du recours considérable et « volontariste » aux innovations financières de la part des firmes de capital-investissement et des fonds d'arbitrage activistes.

Quelle quantité d'informations faut-il divulguer (et quand), par exemple en ce qui concerne les prêts d'actions et diverses formes d'instruments dérivés assortis de droits de vote latents. Un cas particulier en termes de contenu et de moment de la communication d'informations se pose lorsque des actionnaires se consultent ou ont l'intention d'agir en coopération. Pour ce qui est des conflits d'intérêts, une question récurrente porte sur le rôle du conseil d'administration qui est central en tant que contrepartie d'acquéreurs potentiels. Comment par exemple préserver l'indépendance de jugement des administrateurs lorsque leurs incitations personnelles, comme les plans de rémunération et d'indemnisation, sont en jeu lors d'une OPA ? Sur le plan formel, la gestion des éventuels conflits d'intérêts est souvent couverte par des dispositions générales sur les devoirs du conseil d'administration. Toutefois, l'expérience montre que la mise en application de ces dispositions peut s'avérer difficile, ce qui a amené certaines juridictions à prévoir des obligations et des responsabilités plus spécifiques dans leur loi sur les OPA et dans d'autres règlements plus adaptés.

- Un second groupe de préoccupations des pouvoirs publics porte sur les problèmes liés aux parties prenantes, notamment les effets sur l'emploi et la protection des droits des créanciers de l'entreprise. On notera que les éléments empiriques dont on dispose n'incitent pas à redouter à des effets négatifs sur l'emploi au niveau de l'entreprise ou au niveau agrégé qu'induiraient ces nouvelles formes d'activisme. De plus, les Principes de l'OCDE s'attachent avant tout à la nécessité de faire valoir les droits des parties prenantes établis par la loi ou par accord mutuel durant le processus de restructuration. Plusieurs codes privés abordent ces questions en appelant les firmes de capital-investissement à préciser leurs projets concernant une société de leur portefeuille et à informer tous les groupes concernés.
- Un troisième domaine de débat porte sur la nécessité éventuelle d'imposer des normes supplémentaires de communication aux sociétés non cotées. Derrière ce débat se trouve la perspective de voir de très grandes sociétés cotées, dont les activités passent pour relever de « l'intérêt général » être retirées de la cotation à l'occasion d'une opération de rachat et ne plus être soumises aux mêmes normes de communication. Introduire dans la réglementation des obligations de divulgation plus larges pour les sociétés non cotées peut être une solution, mais ce n'est pas pour autant la meilleure dans la mesure où les seuils vont être arbitraires dans un segment du marché qui est très dynamique. Pour les sociétés faisant partie d'un portefeuille de capital-investissement, une autre possibilité consiste à utiliser les codes de déontologie du secteur, éventuellement selon le principe « respecter ou expliquer ». Cela semble la démarche adoptée par certains pays et par le secteur lui-même. À titre d'exemple récent, on retiendra les Lignes directrices de la Commission Walker au Royaume-Uni (voir annexe 1).

Compte tenu des discussions antérieures au sein du Groupe de direction, des conclusions de ce document et des ressources disponibles, on proposera que le Groupe de direction centre son travail sur la série suivante de questions qui portent principalement sur le principe II.E à propos du marché du contrôle des sociétés, le principe II G relatif aux consultations entre actionnaires et les principes du chapitre IV qui couvrent les relations juridiques et contractuelles avec les parties prenantes :

- Dispositions régissant les consultations entre actionnaires ; notification des participations/pouvoirs de vote et utilisation concrète des droits de vote ;
- Conflits d'intérêts et rôle du conseil d'administration à l'occasion de changement du contrôle d'une société ;

- Prise en compte de la façon dont les droits des parties prenantes prévus par la voie législative ou conventionnelle sont respectés.

Il s'agira d'examiner dans quelle mesure les Principes et la Méthodologie de l'OCDE répondent, y compris par des conseils, aux préoccupations suscitées par l'apparition d'un marché plus actif du contrôle des sociétés et de l'influence sur les sociétés. On accordera une attention particulière à leur pertinence face à l'évolution des pratiques de gouvernement d'entreprise des firmes de capital-investissement et des fonds d'arbitrage activistes. Dans le cadre d'un échange dynamique d'informations, l'analyse tiendra compte des normes facultatives existantes définies et promues par le secteur. Les conclusions de ce travail peuvent être diffusées sous forme d'une note explicative aux Principes et/ou à la Méthodologie de l'OCDE.

## 2. La structure du rapport

La première section traitera brièvement du dispositif des pouvoirs publics qui servira de référence pour l'examen des problèmes plus spécifiques dans les sections suivantes. La section 2 examinera les principaux problèmes d'intégrité du marché, notamment les opérations d'initiés et la gestion des conflits d'intérêts. Elle abordera aussi la façon de traiter les OPA impliquant des initiés. La section 3 sera consacrée aux questions relatives aux parties prenantes, y compris le traitement des créanciers, les problèmes posés au régime des faillites et aux salariés. La section 4 évoquera plusieurs aspects fondamentaux du droit des sociétés qui sous-tendent le régime de gouvernement d'entreprise. Il s'agit de l'utilisation des actifs de la société cible comme nantissement à la suite d'une OPA et de la question des normes de communication applicables aux sociétés précédemment cotées. La section 5 examinera brièvement les interrogations grandissantes sur les « vues à court terme » que l'on associe parfois aux investisseurs alternatifs, mais qui est en fait un problème plus général. Cette section abordera aussi rapidement des questions susceptibles de se poser lorsque des fonds de capital-investissement sont admis à la cotation en bourse. L'annexe I passera en revue les codes et principes directeurs du secteur.

## 1. LE DISPOSITIF DES POUVOIRS PUBLICS

En premier lieu, il est utile de rappeler les objectifs/problèmes fondamentaux de l'action publique, tels que le renforcement ou la préservation d'un régime de gouvernement d'entreprise de qualité, de nature à susciter certaines préoccupations immédiates. De manière générale, on peut dire que ces objectifs visent à : améliorer l'affectation des ressources et renforcer la croissance (le Principe I.A indique notamment qu'« un régime de gouvernement d'entreprise doit être élaboré en tenant compte des effets sur les performances globales de l'économie ») ; promouvoir l'efficacité des marchés financiers ; et à atteindre des objectifs de fonds propres. Il peut arriver que ces différents objectifs se complètent mutuellement, comme c'est le cas lorsque la qualité des normes de gouvernement d'entreprise entraîne de meilleures valorisations et une diminution du coût du capital, qui devrait elle-même avoir pour effet de conforter les perspectives de croissance. Cela étant, certains arbitrages de la part des pouvoirs publics peuvent être nécessaires, ce qui impose une analyse de l'impact de la réglementation (incluant une identification des défaillances du marché et de la réglementation) afin de trouver le juste équilibre en matière d'intervention publique. Ainsi,

s'ils veulent améliorer l'affectation des ressources et les perspectives de croissance, les pouvoirs publics devront considérer sous différents angles certains mécanismes de gouvernement d'entreprise (par exemple l'instauration de mécanismes de rachat plus agressifs) qui peuvent avoir des effets défavorables pour les parties prenantes en place.

Le régime actuel de gouvernement d'entreprise et les réflexions en cours en la matière reflètent certains de ces problèmes. Ainsi, dans de nombreux pays de l'OCDE, l'une des grandes préoccupations des pouvoirs publics est de renforcer le gisement de capital-risque disponible et de l'affecter prioritairement non seulement aux nouvelles entreprises et activités, mais aussi sur à la restructuration d'entreprises existantes. De nombreuses juridictions s'efforcent donc de promouvoir le capital-risque par de nombreux avantages fiscaux notamment (EVCA, 2006) et en instaurant des règles spéciales d'admission à la cote en faveur des entreprises de haute technologie et des nouvelles entreprises en phase de démarrage. L'élan donné par l'Union européenne à la constitution d'un marché financier européen et à la mise en place d'un régime favorable pour les fusions transnationales en est l'un des exemples. Le régime des faillites et la législation sur la faillite personnelle ont également été réexaminés dans une perspective de renforcement du dynamisme économique (OCDE, Stratégie pour la croissance économique).

Du point de vue de l'intervention publique, la cohérence peut poser des problèmes, puisque dans ce domaine, elle peut donner lieu à l'instauration de seuils plutôt arbitraires, ce qui aura ensuite certains effets secondaires. Les fonds de capital-risque et de capital-développement suscitent ainsi généralement des commentaires positifs de la part des pouvoirs publics, de même que les opérations de rachat d'entreprises non cotées et d'entreprises cotées de petite taille par des firmes de capital-investissement, même lorsque toutes ces activités sont le fait d'une seule et même firme de capital-investissement. En revanche, les autres opérations de rachat par des structures de capital-investissement, fût-ce d'entreprises en difficulté, sont considérées avec davantage de scepticisme, sinon d'hostilité, car elles sont jugées défavorables à la croissance, jusqu'à preuve du contraire. C'est l'approche suivie par la Commission Walker (voir Annexe 1) au Royaume-Uni qui s'intéresse uniquement aux opérations de grande ampleur, faisant valoir que le secteur du rachat d'entreprises par du capital-investissement doit financer des recherches pour apporter la preuve de ses avantages macroéconomiques. En termes de politique économique, la donne est donc quelque peu différente, tout comme cela est le cas pour les fonds spécialisés dans le rachat de créances irrécouvrables et les spécialistes du redressement d'entreprises en faillite etc., qui sont aussi mal vus dans l'ensemble. Séparer le bon grain de l'ivraie en instaurant différents seuils comporte, quoi qu'il en soit, un risque puisque cela peut toujours entraîner une modification imprévue des comportements aux alentours du seuil fixé. Il peut être justifié de modifier les législations fiscales applicables aux plus-values résultant de ces opérations de rachat, mais il n'est guère facile d'instaurer des seuils, par exemple pour préserver la croissance et protéger les fonds de capital-risque, et cela peut induire, imprévisiblement, un changement de comportement et une restructuration de ces opérations<sup>1</sup>.

Des problèmes analogues peuvent aussi se poser lorsqu'il s'agit de définir des seuils arbitraires dans d'autres domaines. La plupart des pays encouragent ainsi le rôle positif des investisseurs « éclairés », prônant l'adoption d'instruments qui favorisent leur engagement, tels que l'exercice des droits de vote lors des élections au conseil d'administration, les votes sur les rémunérations, etc. En même temps, l'apparition

<sup>1</sup> La théorie des politiques publiques souligne qu'il est nécessaire d'avoir autant d'instruments qu'il y a d'objectifs. Par conséquent, si pour les pouvoirs publics, le problème posé par le capital-investissement est celui du revenu personnel des associés, mais qu'ils souhaitent aussi encourager l'apport de capital-risque, deux instruments d'action publique seront alors nécessaires. On ne sait pas non plus, tant s'en faut, si le fait de modifier le traitement des plus-values est l'instrument le plus efficace pour imposer les revenus privés, par opposition à la promotion des financements par du capital-risque.

des fonds d'arbitrage activistes a suscité une certaine anxiété ici et là, et les pouvoirs publics ont été exhortés à prendre des initiatives en vue de « limiter » leurs activités, sans décourager pour autant l'activisme d'investisseurs plus « acceptables ». Quelle est la ligne de partage entre les uns et les autres, notamment dès lors qu'ils sont amenés à travailler souvent ensemble et à avoir des intérêts communs, du moins pendant un certain temps ? Les parties suivantes reviennent sur la question des seuils et sur les différentes solutions apportées par les pouvoirs publics pour des activités qui semblent à première vue similaires.

## 2. PRÉSERVER L'INTEGRITÉ DU MARCHÉ

Les informations succinctement rassemblées dans le document [\*Emergence des structures de placement alternatives : les conséquences pour le gouvernement d'entreprise \(2007\)\*](#) recensaient plusieurs domaines de nature à susciter des préoccupations concernant le comportement des fonds de capital-investissement et des fonds d'arbitrage activistes. Certaines de ces préoccupations concernent les abus de marché (notamment les délits d'initiés), la gestion des conflits d'intérêts, l'éventualité d'actions conjointes non déclarées et le fait de savoir si les dispositions applicables à un changement de contrôle impliquant des initiés sont toujours adéquates dans le contexte des nouveaux modes d'organisation et de l'arrivée de nouveaux intervenants sur le marché. Elles posent en retour la question de savoir si les obligations fiduciaires des administrateurs sont correctement définies et respectées.

### 2.1 *Abus de marché*

#### 2.1.1 *Délits d'initiés*

En cas de rachat d'une société cotée, il existe un risque d'abus de marché amplifié par le fait que de nombreuses parties prennent part à l'opération, en dehors des seuls salariés du fonds effectuant le rachat. La direction de la société cible est souvent impliquée dès les premiers stades de planification et la complexité des montages financiers signifie aussi qu'un certain nombre de banques d'affaires et de fonds d'arbitrage, qui peuvent en outre avoir déjà négocié des créances et des instruments dérivés de la société en question, peut aussi connaître les intentions du fonds. L'utilisation d'informations privilégiées pour agir sur le marché (abus de marché) est naturellement l'un des problèmes éventuels de toute fusion et acquisition ordinaire, mais le nombre de personnes concernées est alors généralement plus restreint et elles n'auront pas toutes déjà négocié des titres de l'entreprise en question sur différents marchés (par exemple des contrats d'échange sur défaut de crédit) comme l'aura fait un fonds d'arbitrage. La propagation d'informations privilégiées semble être plus répandue qu'on ne le suppose généralement. Une étude a démontré que pour une seule entreprise et une seule opération, on compte près de 200 initiés (FSA, 2007c). Certains intervenants sur le marché estiment que lors d'une importante opération de rachat à effet de levier, le nombre d'initiés peut parfois atteindre le millier.

Bien que, dans le contexte actuel, il puisse y avoir un plus grand nombre d'initiés lors des rachats réalisés par les structures de capital-investissement que lors de fusions et acquisitions normales, les pouvoirs publics seraient mal avisés de réagir en modifiant encore la législation. Pour les entités placées sous la tutelle d'une autorité de marché, il sera en revanche sans doute plus judicieux d'opposer une

réponse administrative, appelant les entreprises à se montrer plus vigilantes et à établir une distinction plus claire entre les personnes qui doivent être informées et celles qui ne doivent pas l'être. Les codes de pratiques exemplaires peuvent aussi avoir une utilité, notamment pour les entités qui ne relèvent pas d'une autorité de marché. Il semble malheureusement que sur un certain nombre de places boursières, (New York, Londres, Sydney), de telles informations aient été utilisées pour négocier des titres, ce qui a entraîné des hausses de cours inexplicables dans les jours précédant l'annonce d'un rachat à effet de levier (FSA, 2007a)<sup>2</sup>. Le Secrétariat, pour sa part, n'a eu connaissance d'aucune étude démontrant que les rachats à effet de levier par les structures de capital-investissement posent un problème particulier à cet égard.

Les fonds d'arbitrage activistes sont également bien placés pour prendre éventuellement part à des abus de marché, mais de manière différente. Ainsi, dans une affaire, il est arrivé que des fonds d'arbitrage tiers (il aurait aussi bien pu s'agir d'autres investisseurs) aient eu connaissance des intentions d'un fonds d'arbitrage activiste avant que cette information ne soit rendue publique et qu'ils aient réalisé certaines opérations en se fondant sur les informations privilégiées qu'ils détenaient. Plusieurs organismes de tutelle, dont l'autorité britannique des marchés financiers (FSA, 2007c), ont exprimé leurs préoccupations à cet égard. Dans une note de réflexion de 2005, cette dernière se disait préoccupée du fait que certains fonds d'arbitrage (pas nécessairement activistes) « repoussaient les limites des pratiques acceptables ». En outre selon elle, « on lui aurait laissé entendre » que certains gérants de grands fonds d'arbitrage pouvaient être tentés d'utiliser leur taille pour lancer des rumeurs, afin de faire évoluer le marché de manière à bénéficier de prix avantageux. Certains fonds d'arbitrage activistes pourraient ainsi se déclarer prêts à lancer une campagne contre une société donnée à seule fin de revendre leurs participations lorsque les prix montent. Lors de la rédaction du présent document, le Secrétariat n'avait connaissance que d'un petit nombre d'affaires suspectes de ce genre.

Du point de vue de l'action des pouvoirs publics, les délits d'initiés ont longtemps été considérés comme un abus de marché et le symptôme d'une défaillance du marché et ils sont, conformément au Principe III.B de l'OCDE, proscrits dans tous les pays de l'OCDE. Cela étant, il s'agit de l'un des domaines où il est le plus ardu d'engager des poursuites et de d'imposer des sanctions, car la preuve est très difficile à établir. Cela est encore plus vrai quand les délits d'initiés peuvent donner lieu à des accusations pénales ou lorsque les critères exigés sont plus contraignants que ceux requis pour les sanctions administratives. En termes d'impact de la réglementation, l'objectif n'est pas de frapper toutes les opérations d'initiés, ce qui réduirait les ressources déjà insuffisantes allouées à d'autres problèmes réglementaires importants, mais de fixer des priorités et de répartir les maigres ressources répressives disponibles. La FSA classe les abus de marché lors des opérations de capital-investissement dans la catégorie des risques très importants, en termes d'impact (le préjudice éventuellement causé) et de probabilité (le fait qu'ils soient susceptibles de se produire). Elle a confirmé cet avis dans son récent rapport de suivi (FSA, 2007b). Les règlements n'ayant pas force de loi, comme les codes et normes sectoriels, ont un rôle important, quoique complémentaire, à jouer. Dans certains pays, des campagnes d'information ont également contribué à mieux faire connaître les agissements susceptibles de constituer un abus de marché. Les codes sectoriels peuvent servir à tracer une limite encore plus grande entre les conduites acceptables et celles qui ne le sont pas. Un certain nombre de pays ont, en outre, introduit des dispositifs de suivi de ces opérations pour renforcer les capacités de surveillance de l'ensemble du marché, ce qui devrait avoir un effet dissuasif supplémentaire.

<sup>2</sup> La FSA (2007a) laisse entendre qu'un quart de l'ensemble des opérations font l'objet de fuites au Royaume-Uni. Une étude réalisée par le New York Times suivant une autre méthodologie conclut que 40 % des opérations donnent lieu à des abus de marché.



### 2.1.2 Actions concertées et déclaration des droits de vote et des intentions de l'investisseur

Une question soulignée dans le document [Emergence des structures de placement alternatives : les conséquences pour le gouvernement d'entreprise \(2007\)](#) est plus spécifique aux fonds d'arbitrage activistes et concerne la déclaration des participations détenues et des intentions de l'investisseur. Ce problème se pose dans certains pays où la réglementation, dépassée, ne renvoie pas à d'autres instruments financiers que les actions, comme par exemple les options liquidables en espèces. Dans une affaire récente en Suisse, un investisseur (qui n'était pas un fonds d'arbitrage) a pu se constituer une participation de 30 % dans une entreprise, tout en ne dépassant pas techniquement le seuil de déclaration de 5 %. Autre exemple, celui de l'Australian Takeovers Panel (la commission australienne des OPA) qui avait rendu une décision imposant à un investisseur de déclarer les instruments dérivés qu'il détenait, ce qu'il n'avait pas fait, avant de perdre en appel. Certains pays de l'OCDE (comme les Pays-Bas) ont apporté des modifications en vue d'abaisser les seuils de déclaration pour les grandes entreprises dans lesquelles une participation, même très inférieure à 5 % (seuil imposé par la directive européenne sur la transparence ; dès franchissement du seuil de 5 % en vertu de la Déclaration 13D de la SEC aux États-Unis) peut être considérée comme une position de force considérable.

Les principales obligations de déclaration imposées aux actionnaires sont en train d'être modifiées dans un nombre de pays, en partie afin que les entreprises cotées puissent identifier qui contrôle la manière dont les « droits de vote » de l'entreprise sont exercés. Cette évolution résulte aussi du Principe V.A.1 qui dispose que la diffusion des informations doit porter sur les principales participations au capital et les droits de vote. Le Royaume-Uni offre un exemple de récentes modifications réglementaires. Dans ce pays l'obligation de déclaration découle du fait que l'acquisition ou la cession d'actions ou d'instruments financiers permet d'acquérir un pourcentage de droits de vote détenus directement ou indirectement (ou résultant de la détention directe ou indirecte d'instruments financiers constituant ces droits) égal, supérieur ou inférieur à 3% et toute tranche de 1 %, au-delà de 3 % et jusqu'à 100 %. Les instruments financiers (options, instruments à terme, contrats d'échange, contrats à terme) et certains autres contrats sur produits dérivés donnent à leur détenteur le droit d'acquérir des actions émises, assorties de droits de vote. La détention de participations dissimulées est en grande partie couverte par la notion de détenteur indirect d'actions, situation qui se produit si une personne ayant le droit d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote attachés à la société concernée, conclut par exemple un accord avec un tiers détenant aussi des droits de vote en vue de faire valoir ses droits dans le cadre d'une stratégie concertée visant la direction de l'entreprise ou d'un accord prévoyant le transfert provisoire des droits.

Dans certaines juridictions s'est posé le problème des prêts d'actions. Du point de vue de la communication financière, les actions empruntées sont en fait des titres achetés de sorte qu'elles doivent figurer dans le total général à déclarer si un investisseur dépasse un seuil spécifié à l'échelle nationale. Elles ne sont généralement pas déclarées séparément puisqu'elles sont en fait juridiquement détenues par un investisseur, même si c'est à titre temporaire. Un problème qui a suscité des préoccupations réside dans la possibilité que des actions soient empruntées dans la seule intention d'exercer des droits de vote. Les codes évoqués en Annexe I estiment que les actions ne doivent pas être uniquement empruntées dans ce but, mais soulignent que cela relève de la responsabilité des prêteurs. L'Annexe note qu'au Royaume-Uni, une étude a constaté que quelque 40 % seulement des investisseurs récupèrent leurs actions pour voter de sorte que l'on a plus affaire à un problème de non-exercice des droits de vote par les investisseurs que de vote par les emprunteurs. Il paraît probable que seul un faible pourcentage des actions non récupérées donnent lieu à l'exercice d'un droit de vote. On a généralement le sentiment que les emprunteurs d'actions n'ont pas d'intérêts économiques dans une entreprise et ne devraient donc pas exercer les droits de vote. Toutefois, ce point de vue est trop restrictif. Il semble que les actions empruntées semblent servir à compléter une position existante et que l'actionnaire a donc effectivement un intérêt économique dans

l'entreprise. Le cas le plus controversé concerne la possibilité de « votes vides » dans lequel l'investisseur n'a pas d'intérêt économique dans une société donnée, mais emprunte des actions pour exprimer un vote sur une opération avec une autre société dans laquelle il a des intérêts. Il s'agit d'un problème très spécifique, mais que l'on rencontre rarement dans la pratique. Le rappel sur les codes répertoriés en Annexe I tend à montrer que l'un des problèmes importants réside dans le manque de temps entre la publication de l'ordre du jour d'une réunion et la date de blocage des actions, si bien que les investisseurs disposent de peu de temps pour récupérer les droits de vote prêtés s'ils veulent les exercer. Enfin, il convient de noter que du point de vue du fonctionnement des marchés de capitaux, le prêt d'actions sert à améliorer la liquidité et l'efficacité de la formation des cours.

Certains pays comme les États-Unis imposent aussi à toute structure atteignant ces seuils de déclaration de faire connaître en outre ses intentions vis-à-vis de l'entreprise. Ces dispositions s'appliquent à tous les investisseurs, couvrant aussi de manière plus générale le cas des actionnaires actifs et notamment les fonds d'arbitrage activistes. Un pays au moins (la Corée) a introduit une telle obligation en réaction à l'activisme d'un fonds d'arbitrage et l'Allemagne envisagerait de son côté d'imposer une obligation équivalente à celle de la Déclaration 13D américaine. La réglementation des prises de contrôle peut aussi comporter des dispositions analogues, mais les fonds d'arbitrage activistes ne s'intéressent généralement pas à ces opérations.

Dans certains pays, les méthodes visant à solliciter des procurations et à agir de concert, couvertes par le Principe II.G (*Les actionnaires, y compris les investisseurs institutionnels, doivent être autorisés à se consulter entre eux sur toute question relative aux droits élémentaires que leur confère leur statut d'actionnaire, tels qu'ils sont définis précédemment, sous réserve de certaines exceptions destinées à prévenir les abus*)<sup>3</sup>, revêtent une plus grande importance du point de vue de l'action des pouvoirs publics. Ces problèmes ne concernent pas seulement les fonds d'arbitrage activistes mais aussi, de manière plus générale, les actionnaires actifs que sont par exemple les fonds d'engagement. Les études menées ont montré que de nombreux d'investisseurs activistes gagnent le soutien d'autres investisseurs pour atteindre leurs objectifs (voir par exemple Becht et al 2006). Cela est dû au fait que les règles ont été profondément modifiées dans de nombreux pays (comme le Canada et les États-Unis) et interprétées de manière plus libérale dans d'autres. D'autres pays encore se caractérisent par un manque de clarté en la matière. Cela étant, certains préféreraient une orientation plus restrictive qui re-transférerait les pouvoirs aux équipes dirigeantes en place et aux autres actionnaires (par exemple les blocs d'actionnaires).

Dans certains pays (comme les Pays-Bas), un problème s'est posé pour les actions conjointes, lorsqu'il n'y avait pas d'obligation en matière de quorum ou que ces obligations étaient peu contraignantes. Ce problème est examiné plus avant dans les pages suivantes (voir la partie consacrée au droit des sociétés).

### 2.1.3 Conflits d'intérêts

Comme l'a souligné la FSA dans le rapport de suivi qu'elle a publié (FSA, 2007b), « des conflits d'intérêts importants peuvent survenir dans la gestion des fonds de capital-investissement, entre les responsabilités du gestionnaire du fonds vis-à-vis de lui-même, celles qui lui incombent vis-à-vis des

<sup>3</sup> Dans le cas de la Deutsche Börse, le ministère public allemand a engagé des poursuites à l'encontre d'un groupe d'investisseurs en se fondant apparemment sur le fait qu'ils avaient tous utilisé le même courrier pour faire valoir leur point de vue auprès du conseil d'administration de la Deutsche Börse. Les poursuites ont été abandonnées, mais de nombreux d'investisseurs ont relevé les incertitudes entourant le rôle des investisseurs actifs sur le marché allemand.

investisseurs dans les différentes catégories de fonds/de parts qu'il gère et enfin ses responsabilités vis-à-vis des entreprises que le fonds détient dans son portefeuille ». De plus, « les conseillers et les apporteurs de financements sur fonds empruntés sont aussi confrontés à des conflits importants (notamment lorsqu'ils assument des rôles multiples en lien avec une opération particulière) entre leurs activités pour compte propre, leurs activités de conseil et leurs différents clients ». La FSA a classé les conflits d'intérêts dans la catégorie des risques de grande importance aux côtés des abus de marché, avis que semblent partager de nombreux acteurs du marché.

Les fonds de capital-investissement ne rachètent pas toujours toutes les actions en circulation (outre celles qu'ils ont attribuées aux dirigeants et aux administrateurs à titre incitatif), ce qui est de nature à susciter des conflits d'intérêts avec les autres actionnaires<sup>4</sup>. Cela pose également le problème des opérations avec des parties liées réalisées au détriment des actionnaires minoritaires, situation dans laquelle seraient impliquées l'entreprise Celanese en Allemagne et la firme de capital-investissement Blackstone. Comme on le verra dans l'Annexe I, ces opérations, incluent des commissions de gestion/de conseil et des cessions d'actifs à des entreprises liées et présentent aussi un intérêt pour les investisseurs du fonds (les commanditaires), tout en étant en grande partie couvertes apparemment par des accords conclus avec ces derniers. Pourtant, selon certains intervenants du marché, les accords en question ne couvriraient pas correctement toutes les opérations, notamment les aspects concernant les commissions de conseil facturées par des entités liées aux associés-gérants et payées directement à ces derniers par la société-cible. Plusieurs codes traitent de ce problème, qui peut en outre imposer certaines mesures supplémentaires de la part des pouvoirs publics en vue d'empêcher une défaillance du marché<sup>5</sup>.

Les dirigeants de l'entreprise cible cotée peuvent être fortement incités à faire pression sur les administrateurs pour brader l'entreprise, car ils bénéficieront financièrement du rachat. Il n'est guère avéré que de tels procédés soient courants et les affaires passées d'« allers-retours » controversés, ayant généré des plus-values élevées (résultant généralement d'une opération entre sociétés non cotées, lorsqu'une activité de l'une des deux entreprises a été cédée) ont été en partie réglées par le biais de clauses dites « d'embarras », en vertu desquelles la société vendeuse peut récupérer une partie des plus-values, et par un recours accru aux enchères concurrentielles par les entreprises à vendre<sup>6</sup>.

Il existe de nombreux textes législatifs et réglementaires qui visent à régler les conflits d'intérêts. La question est donc de savoir s'ils sont efficaces dans le nouveau contexte ou s'ils doivent encore être étayés et adaptés. Les obligations fiduciaires des administrateurs vis-à-vis de l'ensemble des actionnaires et de l'entreprise sont l'instrument le plus important du droit des sociétés et de la jurisprudence. Cela étant, dans un certain nombre de pays, il est particulièrement difficile de faire respecter ces textes, notamment après

<sup>4</sup> Voir les conclusions de Cotter et Peck (2001) selon lesquelles, dans un nombre assez important d'opérations de rachat de ce type, les firmes de capital-investissement n'ont pas racheté toutes les actions.

<sup>5</sup> On peut aussi se demander s'il s'agit là aussi d'un cas de défaillance du marché, analysé plus en détail dans le document *Vers une meilleure réglementation du gouvernement d'entreprise : Expérience de la mise en œuvre de l'analyse d'impact de la réglementation (2007)*. Sachant qu'il est dans l'intérêt des associés commanditaires d'avoir connaissance de ces opérations, le fait de les avoir exclus des contrats peut donner à penser qu'ils ont pâti, dans une certaine mesure, de leur pouvoir de négociation insuffisant.

<sup>6</sup> Dans l'une des rares études consacrées aux prix des opérations de rachat avec effet de levier, Barger et al., 2007, font valoir que ce sont moins les acquéreurs d'entreprises non cotées qui ne payent pas cher que les acquéreurs d'entreprises cotées qui payent trop cher, donnant à penser qu'il existe de graves problèmes de gouvernement d'entreprise dans ces dernières. Cette démonstration peut aussi s'interpréter comme la confirmation d'opérations de complaisance réalisées par des initiés.

un rachat à effet de levier, lorsque l'entreprise a été retirée de la cote (voir plus loin la partie consacrée aux sociétés non cotées). Un autre aspect concerne la protection des droits des actionnaires minoritaires et notamment le traitement des opérations avec les parties liées. Dans de nombreux pays, le problème est souvent dû au fait que les actionnaires minoritaires n'ont pas les moyens de faire respecter les textes dans la pratique.

Une autre approche passe par les normes sectorielles de pratiques exemplaires et par les codes de conduite. Il est intéressant de noter à cet égard que les associations professionnelles se penchent déjà sur la question, bien qu'il y ait encore du chemin à faire avant que ces textes ne soient adoptés par tous. Le code néerlandais et les principes de l'EVCA s'intéressent tout deux particulièrement à l'équité des opérations avec des tiers et à la gestion des conflits d'intérêts (voir Annexe I). Le projet de code britannique est plus centré sur les questions de déclaration, mais prône lui aussi la diffusion d'informations relatives à la manière dont le conseil d'administration des sociétés détenues en portefeuille et les associés-gérants gèrent les conflits d'intérêts, et notamment des informations sur les paiements effectués par les sociétés du portefeuille en faveur des associés-gérants.

Les normes sectorielles semblent aussi évoluer par l'intermédiaire des contrats privés entre les associés-gérants et les associés commanditaires. Selon certains observateurs (comme McCahery, 2007), ces contrats connaissent déjà une certaine normalisation, favorisée par la relation de long terme nouée entre les associés-gérants et les associés commanditaires, dont le nombre peut ne pas dépasser 150 environ, et même souvent être bien inférieur dans certains fonds. La nécessité de créer en permanence de nouveaux fonds à mesure que d'autres sont dissous incite fortement les gérants de fonds à gérer les éventuels conflits d'intérêts. Cela vaut particulièrement des transactions que l'on pourrait désigner sous le terme d'opérations avec des parties liées réalisées au bénéfice des associés-gérants (par exemple les commissions de gestion ne revenant pas aux associés commanditaires).

#### 2.1.4 Opérations donnant lieu à un changement de contrôle avec implication de personnes initiées

Le Principe II.E précise que « *les marchés du contrôle des sociétés doivent pouvoir fonctionner de manière efficace et transparente* ». Si l'on veut garantir la mise en œuvre de ce principe, un rachat à effet de levier par une structure de capital-investissement peut poser d'importants problèmes.

Le document [Emergence des structures de placement alternatives : les conséquences pour le gouvernement d'entreprise \(2007\)](#) relevait que les rachats à effet de levier par les structures de capital-investissement sont presque toujours consentis et amicaux, puisque les associés du fonds ont généralement intérêt à collaborer avec la direction en place et parfois aussi avec certains actionnaires importants. Les éventuels conflits d'intérêts sont donc mis au jour. En revanche, les fonds d'arbitrage activistes n'ont en général aucun intérêt à racheter une entreprise, bien que qu'il puisse leur arriver de brandir la menace d'une OPA hostile. Les conflits d'intérêts susceptibles d'impliquer des initiés lors du changement de contrôle d'une société sont généralement couverts par les textes législatifs à caractère général traitant des obligations du conseil d'administration ainsi que par les lois et règlements couvrant les abus de marchés et les délits d'initiés. Cela étant, l'expérience a montré qu'il est généralement difficile de faire respecter ces textes dans des conditions normales, ce qui a conduit certains pays à préciser plus avant les obligations et les responsabilités découlant de textes législatifs et réglementaires sur les prises de contrôle, textes qui ont pu être assouplis et sont plus adaptés aux conditions actuelles.

L'Australie qui possède des lois de grande qualité concernant les responsabilités fiduciaires des administrateurs (donnant par exemple des pouvoirs effectifs plus importants au conseil d'administration en place) et un marché actif du contrôle des sociétés dans un contexte caractérisé par la dispersion de

l'actionnariat est un bon exemple. Un certain nombre d'offres publiques d'achat y ont dernièrement été lancées par des fonds de capital-investissement. Ces opérations ont suscité certaines interrogations sur l'adéquation des dispositifs en place (Takeovers Panel, 2007). La commission des OPA a posé le problème éventuel en des termes plus généraux, le définissant plutôt comme celui de la participation d'initiés aux offres publiques d'achat. Sont considérées comme des initiés participants les personnes détenant des informations privilégiées prenant part à une offre, en passant un accord ou en s'entendant avec le repreneur, et qui sont financièrement incitées à assurer la réussite de cette offre. Ces personnes peuvent aussi avoir intérêt à empêcher les repreneurs concurrents de lancer une offre sur la société cible et/ou à limiter la qualité et la quantité des informations fournies aux éventuels repreneurs concurrents. Le but visé est de dissuader les autres repreneurs rivaux et d'empêcher le marché d'évaluer correctement la société afin de faire baisser le prix de l'offre à laquelle l'initié prend part. Il s'ensuit un conflit d'intérêts qui peut avoir un effet sur le fonctionnement efficient, concurrentiel et éclairé du marché pour les titres de la société cible.

En outre, la commission a également souligné qu'elle serait préoccupée si des professionnels et autres conseillers se trouvant, du fait d'une association antérieure avec une société cible, en possession d'informations n'ayant pas été rendues publiques, cherchaient à s'associer, soit en leur qualité professionnelle, soit en tant que participant au capital, à une structure ou à un consortium déjà constitué ou non, en vue de faire une offre. Il s'agit de problèmes réels qui peuvent être particulièrement importants sur les marchés de petite taille. Cependant, même dans une affaire survenue au Royaume-Uni, qui a été décrite dans le document [\*Emergence des structures de placement alternatives : les conséquences pour le gouvernement d'entreprise \(2007\)\*](#) (Allied Boots), il a été très difficile, dans un délai très court, de faire appel à des conseillers échappant à tout conflit d'intérêts comme l'impose le code britannique sur les prises de contrôle.

Les solutions ne doivent pas être contraires au dispositif réglementaire général. Dans l'affaire réglée par la commission des OPA en Australie, une décision antérieure avait fait valoir qu'il n'existait aucune obligation générale imposant à une société cible de fournir des informations équivalentes aux repreneurs concurrents<sup>7</sup>. La commission a proposé que, sauf arguments solides opposés par la société cible, tout éventuel repreneur concurrent ait accès aux mêmes informations et dans les mêmes délais que celles dont dispose le repreneur comptant en son sein des initiés participants. Dès qu'il a connaissance d'une éventuelle offre publique d'achat susceptible d'impliquer la participation d'initiés, le conseil d'administration doit mettre en place les procédures et protocoles nécessaires pour régler les problèmes qui se posent. Aux États-Unis, les administrateurs indépendants ont un rôle important à jouer en cas de recours devant les tribunaux (dans le Delaware en particulier) qui peuvent être engagés assez rapidement. Au Royaume-Uni et en Australie, les commissions des OPA interviennent au moment de l'opération de sorte qu'il est possible de régler, dans un délai déterminé, les problèmes tels que l'accès aux informations et la diffusion des informations concernant les projets de l'acquéreur pour l'entreprise cible et son financement. Dans les pays dépourvus de telles mesures de protection et procédures, les opérations de capital-investissement peuvent être considérées comme plus problématiques.

## **2.2 Le rôle du conseil d'administration en matière de protection des intérêts de l'entreprise**

La nécessité de mettre en œuvre et de faire respecter effectivement les obligations incombant aux administrateurs d'agir dans le meilleur intérêt de l'entreprise et de tous ses actionnaires s'impose aussi

<sup>7</sup> Le code britannique tente d'assurer que les éventuels repreneurs concurrents de bonne foi aient accès, à leur demande, aux mêmes informations que les autres, quelle que soit la source du financement.

dans le cas des fonds d'arbitrage activistes, notamment lorsqu'ils exigent des cessions d'actifs, des distributions de dividendes, etc. Dans un certain nombre de pays, les actionnaires ont le droit d'exiger de telles mesures, mais les administrateurs doivent alors aussi tenir compte de leurs obligations, qui ne consistent pas à protéger leur propre position. Le bon fonctionnement de ces mécanismes dans la pratique dépend de nombreux aspects du régime de gouvernement d'entreprise applicable. Cela étant, d'après l'expérience limitée que l'on a dans ce domaine, succinctement présentée dans le document [Emergence des structures de placement alternatives : les conséquences pour le gouvernement d'entreprise \(2007\)](#), les entreprises qui accèdent à de telles exigences de distribution des dividendes ne semblent pas significativement affaiblies et celles qui sont vendues semblent généralement mettre en place une équipe dirigeante plus efficace (il s'agit là d'une moyenne tenant compte des manquements habituels au bon sens commercial).

Cela étant, dans certains cas, il a été rapporté que la note attribuée à la dette de sociétés ayant accédé à de telles exigences peut être dégradée (Moody's, 2007) et que la note attribuée à l'encours d'une société faisant l'objet d'un rachat à effet de levier est aussi généralement révisée à la baisse, puisque son endettement augmente. Les actionnaires ne visent pas nécessairement une notation AAA (sachant qu'ils ont en général une moindre aversion au risque puisqu'ils bénéficient, contrairement aux créanciers, du risque d'appréciation des titres), si bien qu'une dégradation de la note ne renseigne pas beaucoup sur les effets de telles exigences sur les performances économiques d'une entreprise. Pour autant, il convient de se pencher sur un problème posé aux parties prenantes. Accéder aux exigences des actionnaires activistes ou accepter un rachat à effet de levier peut être dans l'intérêt des actionnaires, mais pas dans celui des créanciers. Généralement, le droit des sociétés et la jurisprudence sont toutefois plutôt vagues quant à l'équilibre que le conseil d'administration doit ménager entre ces différents intérêts et le Principe VI.C prévoit simplement qu'il « ... doit prendre en considération les intérêts des différentes parties prenantes ». Cela étant, les créanciers disposent de recours contractuels, et peuvent notamment faire jouer des clauses de protection pour circonscrire le comportement de l'entreprise et des clauses de contrôle pour protéger leurs intérêts en cas, notamment, de rachat à effet de levier<sup>8</sup>. Ils bénéficient en outre, selon le régime des faillites en vigueur, d'un certain nombre de droits en cas de défaillance de l'entreprise (voir plus loin).

### 3. QUESTIONS RELATIVES AUX PARTIES PRENANTES

En ce qui concerne les fonds d'arbitrage activistes et le capital-investissement, les parties prenantes jouent un grand rôle dans l'économie politique de l'intervention publique. Mis à part les salariés parfois extrêmement critiques, les dirigeants et les administrateurs en place peuvent, dans certains pays, considérer eux aussi d'un œil très défavorable les structures d'investissement alternatives. Les pouvoirs publics soucieux de la stabilité des marchés de capitaux sont préoccupés par les opérations de financement sur fonds empruntés, notamment de la part des banques et des sociétés de courtage et, de manière plus générale, de la part des fonds d'arbitrage. Fondée sur les risques, l'action publique a donc ciblé ces deux types d'institutions financières (FSA 2007, ECB 2007) plutôt que les sociétés figurant dans leur

<sup>8</sup> Dans les mois qui ont précédé août 2007, on a pu voir se dessiner une tendance à l'octroi de prêt assortis de clauses de protection minimales. Pour autant, de telles clauses minimales ne signifient toutefois en aucun cas absence de clauses.



portefeuille ou les associés-gérants. Les pouvoirs publics font parfois appel à des initiatives du secteur privé pour surveiller l'évolution de la situation et conseiller les intervenants sur le marché (comme c'est le cas à New York). Conformément aux Principes, cette partie ne traite que les aspects, du point de vue du gouvernement d'entreprise, de l'endettement des entreprises sur le point d'être retirées de la cote et des éventuelles questions relatives au régime des faillites. Elle examine en outre certains problèmes difficiles à régler liés aux droits des salariés.

### 3.1 *L'endettement dans les dispositifs de gouvernement d'entreprise*

La dette est utilisée par les associés-gérants d'un fonds de capital-investissement comme une source de financement, mais aussi comme un outil de gouvernement d'entreprise. L'équipe dirigeante d'une société détenue en portefeuille est fortement incitée à réussir tout en étant soumise à une forte pression liée aux remboursements de la dette et aux clauses de protection qui s'y rapportent (le fait que ces clauses soient minimales ne signifie pas qu'il n'y en ait pas) lui imposant de rester dans le droit chemin à court terme<sup>9</sup>. Il est donc trompeur de se livrer à des comparaisons simplistes avec les entreprises cotées sachant que pour celles-ci, un endettement relativement faible et une trésorerie abondante peuvent même dénoter certains problèmes d'agence<sup>10</sup>. Cela étant, la situation a évolué avant même les turbulences financières du troisième trimestre 2007. La composition même de la dette évolue au fil du temps au gré de l'évolution des conditions prévalant sur les marchés de capitaux et des innovations financières. L'une des évolutions importantes intervenues en matière de montage de grandes opérations de rachat est le recours accru aux emprunts remboursables *in fine*, dont le principal ne donne donc lieu à aucun remboursement pendant une période convenue à l'avance, de huit ans environ en général, au terme de laquelle un paiement important est échu. L'entreprise a ainsi l'avantage de pouvoir s'endetter sans avoir à puiser dans sa trésorerie à court terme pour honorer des remboursements importants. Cette évolution et d'autres du même type signifient que, si l'on n'en connaît pas la composition, l'endettement est un indicateur parfois trompeur. Il importe donc de souligner que le projet de code de conduite britannique (cf. Annexe I) préconise la communication d'informations précises sur la structure de la dette, ce qui soulève d'importantes questions concernant les obligations de diffusion de l'information incombant aux sociétés non cotées (voir plus loin)<sup>11</sup>.

### 3.2 *Le droit des faillites est-il adapté ?*

Selon le Principe IV.F, « le régime de gouvernement d'entreprise doit être complété par un dispositif efficace et efficient en matière de faillite et par la mise en œuvre effective des droits des créanciers ».

<sup>9</sup> Le recours à la dette comme instrument de gouvernement d'entreprise est aussi l'une des raisons pour lesquelles jusqu'en 2006-07, nombre de rachats à effet de levier se limitaient aux entreprises de secteurs non cycliques affichant une trésorerie solide et stable. On peut supposer que ces entreprises avaient aussi des problèmes de gouvernement d'entreprise dans la mesure où les flux de trésorerie disponibles pouvaient conduire leurs dirigeants et salariés à suivre leurs propres intérêts au détriment des actionnaires.

<sup>10</sup> Dans les sociétés cotées, la faiblesse de l'endettement et l'abondance de la trésorerie peuvent apparaître comme un signe d'aversion au risque de la direction. Cette hypothèse est en outre étayée par le fait que les dirigeants donnent leur préférence aux rachats d'actions plutôt qu'à une augmentation des dividendes, qui serait associée à un engagement de long terme vis-à-vis des actionnaires. En revanche, le fait que les actionnaires vendent des entreprises à des structures de capital-investissement tout en les finançant en tant qu'associés commanditaires peut indiquer que les investisseurs ont moins de réticence à prendre des risques que les dirigeants, donnant à penser qu'il existe un problème d'agence au sein des sociétés cotées.

<sup>11</sup> Les sociétés en portefeuille divulguent sans doute déjà confidentiellement des informations sur leurs engagements de remboursement aux éventuels détenteurs d'obligations et aux agences de notation.

L'émergence de nouvelles facilités de crédit, en partie liées aux rachats d'entreprises par les fonds de capital-investissement, a sans doute modifié l'environnement financier des régimes de faillites. Les marchés secondaires de la dette notamment, le montage de la dette et sa répartition entre un plus grand nombre de parties, peuvent avoir modifié la dynamique des négociations des créanciers en cas de mécanismes informels de redressement. Aux États-Unis, certains éléments préliminaires montrent que l'apparition des fonds d'arbitrage (et autres fonds spécialisés dans la dette) négociant des créances a sans doute sapé la notion même d'intérêt commun en cas de mécanisme informel ((Baird et Rasmussen, 2007). De plus, la FSA a classé comme un risque moyen à élevé une détention opaque de titres de dette découlant de sa restructuration par les banques à la suite d'un rachat à effet de levier. À l'évidence, le même risque existe de manière plus générale et ce problème ne vaut pas uniquement pour ce type d'opérations.

Du point de vue de l'action publique, le problème est de savoir si, dans le cas où une société figurant dans le portefeuille connaît des problèmes commerciaux ou fait faillite, les associés-gérants peuvent s'en dégager sans autre forme de procès, en raison de leur responsabilité limitée. Cette question est tellement liée au principe de la responsabilité limitée qu'il n'est sans doute pas opportun de l'examiner ici au regard du pourcentage encore faible (en valeur comme en nombre d'entreprises) de sociétés concernées. Un certain engagement moral des associés, ajouté au fait que l'abandon pur et simple d'une entreprise en portefeuille par une firme de capital-investissement nuirait à sa réputation, peut être considéré comme une voie plus adaptée et plus souple. Cette approche se justifie aussi du fait que certaines entreprises présentant une forte probabilité de faillite sont régulièrement rachetées par des firmes de capital-investissement pour être démantelées et que les pouvoirs publics ne tireraient aucun avantage d'une réduction de cette acticité utile à la collectivité. C'est l'approche adoptée par le projet de code britannique (cf. Annexe I) qui impose aux associés-gérants de s'engager à considérer qu'il leur appartient de contribuer à assurer la transition la plus douce possible de l'entreprise vers une gestion assurée par un groupe de créanciers, conformément aux dispositions de la Déclaration de principe de l'INSOL (International Federation of Insolvency Professionals) pour une approche globale des arrangements de redressement faisant intervenir de multiples créanciers (INSOL, 2000). Or, cette démarche contredit le fait que la nouvelle loi sur les sociétés de 2006 (article 172) impose déjà aux administrateurs notamment, dans certains cas, de tenir compte ou d'agir dans l'intérêt des créanciers de l'entreprise.

Un autre problème éventuel concerne les distributions de dividendes par les entreprises détenues en portefeuille, distributions financées par voie d'endettement (par exemple en cas de recapitalisation sur fonds empruntés avec versement d'un dividende exceptionnel). Ces recapitalisations ont atteint un pic au premier semestre de 2007 en raison de la faiblesse des taux d'intérêt et de l'abondance du crédit. On a dénombré 29 opérations de ce type, principalement au Royaume-Uni, en Espagne et en France, mais ce chiffre a certainement reculé depuis<sup>12</sup>. Les entreprises en portefeuille qui se sont montrées capables de servir leur dette et de réduire leur ratio dette/résultat brut d'exploitation sont revenues sur le marché du crédit, portant derechef leur endettement à son ancien niveau et utilisant ce financement pour annoncer le versement d'un dividende spécial. Selon les dispositions du droit des sociétés applicables aux obligations de fonds propres et le régime des faillites en vigueur, tout ceci est parfaitement légal, si bien que du point de vue de l'action publique, cela ne semble pas poser de nouveau problème. Certains observateurs considèrent cette pratique, qui n'est pas si répandue et peut avoir été plutôt conjoncturelle, comme un signe dangereux de « vues à court terme », car les apporteurs de capital-investissement puisent alors dans les ressources de l'entreprise. Cela présuppose toutefois que toutes les entreprises ont besoin d'utiliser ces ressources et que celles-ci peuvent l'être de manière productive. D'un point de vue macroéconomique, la

---

<sup>12</sup> Informations provenant du *Financial Times* du 25 juillet 2007, dans le dossier spécial consacré au financement d'entreprises.



réaffectation des ressources peut être nécessaire et dans ce processus, les fonds de capital-investissement sont alors l'un des intermédiaires du marché. Pour les entreprises de manière plus générale, cette réaffectation s'effectue sous forme de dividendes et de rachats d'actions, toutes pratiques légales et acceptables.

La recapitalisation sur fonds empruntés pose un problème quand ces opérations ne sont pas menées de bonne foi et affaiblissent l'entreprise – ainsi qu'en cas de réel manquement au bon sens commercial. La plupart des régimes de faillite permettent d'annuler les opérations dépréciant l'actif de l'entreprise réalisées par les entreprises en difficulté financière, mais ces dispositions ne s'appliquent pas nécessairement aux distributions de dividendes spéciaux, sauf si cette distribution place la société dans une situation intenable, au point qu'il faut alors s'interroger sur les responsabilités des administrateurs<sup>13</sup>. Ce problème se rapporte fondamentalement à certains concepts élémentaires pour l'entreprise et l'on y reviendra dans la partie consacrée à l'aide financière.

### 3.3 *Problèmes concernant les salariés et impliquant les fonds de pension*

Le principe IV.A recommande que « les droits établis des différentes, dont la loi prévoit la protection ou qui sont établis sur la base d'accords mutuels, doivent être respectés ». Un aspect particulièrement controversé concerne les droits des salariés lors d'un rachat à effet de levier, bien que nombre de ces problèmes se posent de la même façon dans les opérations normales de fusion et acquisition. Le droit du travail continue à s'appliquer, quel que soit le changement du contrôle intervenu, ainsi que les obligations juridiques de consultation ou de participation des salariés, par l'intermédiaire des comités d'entreprise par exemple. Les cas les plus controversés concernent les accords mutuels et les conditions de travail générales établies. Dans certaines juridictions, la pérennité des conditions d'emploi sont garanties, même si cela n'est vrai que lorsqu'il y a un transfert effectif de la société d'un employeur identifié à un autre, ce qui n'est normalement pas le cas dans une opération de rachat sur fonds empruntés<sup>14</sup>. Dans certaines juridictions, les clauses relatives aux changements de contrôle servent également dans les accords mutuels. Toutefois, un grand nombre de ces accords sont périodiquement renégociés. Ces renégociations ont pour objet de tenir compte de l'évolution des conditions économiques et commerciales générales, mais le cas d'un rachat à effet de levier est un peu différent. En l'occurrence, l'entreprise (c'est-à-dire ses administrateurs, puisqu'ils donnent leur accord à l'offre publique d'achat – nouveaux actionnaires – et ses actionnaires puisqu'ils vendent leurs actions) décide de modifier sa structure économique en s'endettant davantage et en adoptant de nouvelles stratégies, etc. ce qui a pour effet de modifier les conditions de négociation. Une réduction de la trésorerie, une adhésion plus stricte au plan de développement, etc. pèseront sur les accords implicites ou explicites en vigueur, mais cela vaut aussi, dans une large mesure, pour les opérations de fusion et acquisition ordinaires et en fait pour les sociétés qui ont décidé de procéder à une réorganisation radicale pour rester compétitives.

<sup>13</sup> Un expert suggère que les conseils d'administration des entreprises publient une déclaration ou une attestation de solvabilité avant la distribution des dividendes, en termes d'anticipations raisonnables, fondées sur des éléments actuels montrant que la continuité de l'activité de la société est et sera assurée. (Rickford, 2006)

<sup>14</sup> C'est le cas de la Directive de l'UE sur les droits acquis qui dispose également que les licenciements directement liés au transfert de propriété sont des pratiques du travail répréhensibles. Parfois, il existe aussi des possibilités de recours privé. Aux États-Unis, certaines conventions collectives prévoient des « clauses de succession » qui garantissent la continuité de la convention collective après le rachat de l'entreprise.

Du point de vue de l'action publique, les conclusions ne s'imposeront pas d'elles-mêmes et seront sans doute très spécifiques à chaque pays. Cela étant, à cet égard, on peut se poser la question plus générale de l'accès aux informations, sinon durant la phase de négociation du rachat à effet de levier, du moins assurément après le retrait de la cote. Ce problème est analysé plus loin en termes plus généraux. Dans nombre de pays, les sociétés non cotées, au-delà d'une certaine taille, sont tenues de communiquer régulièrement des informations aux parties prenantes en général pour assurer que celles-ci sont en mesure de négocier sur la base d'éléments communs.

Dans certains pays comme le Royaume-Uni, les fonds de pension opèrent à l'échelon de chaque entreprise mais l'autorité de tutelle est habilitée à assurer le financement d'un régime, ce qui prend de l'importance en cas de changement de contrôle. Ils doivent en particulier s'assurer que l'entreprise contribue correctement à la constitution du capital du fonds. À l'évidence, par suite de l'évolution des conditions en vigueur, comme c'est le cas lors des fusions et acquisitions ou d'un rachat à effet de levier, il peut être légitime d'exiger une augmentation des investissements financiers de l'entreprise. De fait, dans une affaire récente survenue au Royaume-Uni (Allied Boots), les négociations avec la firme de capital-investissement faisant intervenir l'autorité de tutelle des retraites ont en grande partie porté sur la nécessité d'augmenter les cotisations de l'entreprise au fonds de pension.

#### **4. QUESTIONS FONDAMENTALES CONCERNANT LE DROIT DES SOCIÉTÉS ET LA LÉGISLATION SUR LES VALEURS MOBILIÈRES**

Les fonds d'arbitrage activistes et les firmes de capital-investissement ont conduit leurs détracteurs à poser des questions fondamentales au regard du droit des sociétés. Dans plusieurs pays, les fonds d'arbitrage activistes ont suscité une vive hostilité et conduit les entreprises à prendre certaines mesures défensives, comme les « pilules empoisonnées ». On est allé jusqu'à se demander si les actionnaires devaient même exercer certains droits tels que celui d'exiger des démissions ou de percevoir des dividendes plus élevés. Face à une menace excessive d'OPA impliquant des opérations de capital-investissement, des mécanismes de défense ont été introduits et dans certains pays, les entreprises ont mis en place de vastes dispositifs de participations croisées. Ces questions dépassent le cadre du présent document et cette partie s'en tiendra donc à examiner plusieurs aspects plus fondamentaux concernant le droit des sociétés et les règles de diffusion de l'information.

##### **4.1 *Des lois spéciales pour les sociétés non cotées, mais aussi pour les rachats à effet de levier?***

De nombreux pays de l'OCDE ont choisi de se doter d'un droit élémentaire des sociétés contenant des dispositions spéciales pour les sociétés non cotées et pour les sociétés faisant appel public à l'épargne/cotées. L'un des objectifs visés concerne l'efficacité du marché : les pouvoirs publics se sont attachés à faciliter la constitution de nouvelles sociétés, en vue d'encourager les entreprises en phase de démarrage et par voie de conséquence l'esprit d'entreprise. Le droit des faillites a également été assoupli dans de nombreux pays en vue de faciliter la sortie des investisseurs en cas d'échec de l'entreprise et un certain nombre de pays ont également pris des dispositions pour faciliter la reprise d'une activité

commerciale par les entrepreneurs ayant fait faillite. De manière générale, des données empiriques transversales solides confirment l'hypothèse selon laquelle le fait de faciliter l'entrée et la sortie a pour effet d'augmenter le nombre d'entreprises en phase de démarrage et le nombre d'entreprises qui se sont suffisamment développées pour ouvrir leur capital à l'épargne publique et, toutes choses égales par ailleurs, de renforcer la croissance économique<sup>15</sup>.

Cela étant, le développement des opérations de rachat à effet de levier financées par des structures de capital-investissement (et aussi, en l'occurrence, des autres types de rachats à effet de levier) a remis ce modèle en question, puisque ces opérations recourent invariablement à la forme juridique de la société non cotée. Cela s'explique notamment par le fait que dans de nombreux pays, le droit des sociétés interdit à l'entreprise d'apporter une aide financière à son repreneur, en vue de protéger aussi bien les créanciers que les actionnaires minoritaires. En règle générale, cette interdiction ne s'étend toutefois pas aux sociétés non cotées, même si certaines conditions annexes doivent tout de même être réunies, comme l'accord préalable des actionnaires et la constitution de réserves inscrites au bilan en vue d'assurer la préservation du capital<sup>16</sup>. L'article 23 de la deuxième directive européenne, qui doit être transposée dans le droit national par les États membres, exclut également les sociétés non cotées (Ferran, 2007). L'opération est simple : un fonds de capital-investissement peut être dans l'impossibilité de procéder immédiatement au nantissement des actifs de la société cible, car cela constituerait à ce moment là une aide financière. Toutefois, après le rachat de l'entreprise et son retrait de la cote, il peut engager ses actifs en garantie, sous réserve de restrictions variables. Dans certains pays, la loi est plus restrictive que dans d'autres. En la matière, les dispositions sont en outre plus ou moins opaques ou plus ou moins claires, amenant les grandes associations professionnelles à faire valoir l'augmentation du coût de ces opérations qui en résulte. (EVCA, 2004).

À titre d'exemple, au Royaume-Uni, les sociétés non cotées tombaient sous le coup de l'interdiction d'aide financière prévue par la loi nationale jusqu'en 1981, année où la deuxième directive européenne a été transposée et l'interdiction de ce fait assouplie pour permettre, sous certaines conditions, aux sociétés non cotées d'apporter une aide financière afin d'assurer la préservation du capital, tout en garantissant que les actionnaires puissent prendre part à cette décision. On a vu dans cet assouplissement l'un des facteurs essentiels du développement des opérations de rachat par les cadres au Royaume-Uni durant les années 80. La nouvelle loi sur les sociétés qui sera mise en œuvre courant 2007 abolit l'ensemble des dispositions juridiques relatives à l'aide financière qui s'appliquaient aux sociétés non cotées. Celles-ci restent notamment soumises à des obligations de préservation du capital et il faudra donc veiller à ce que l'aide financière ne dissimule pas une distribution illicite de dividendes. Selon le raisonnement suivi par le Royaume-Uni, les problèmes d'agence (autrement dit de gouvernement d'entreprise) sont désormais correctement réglés par les dispositions générales du droit des sociétés relatives aux responsabilités des administrateurs (sachant qu'ils doivent produire une déclaration de solvabilité et que les pouvoirs généraux dont ils disposent leur imposent de tenir compte des intérêts des créanciers), par les mécanismes de

<sup>15</sup> Il importe de souligner que ce constat ne vaut que toutes choses égales par ailleurs : le Projet de l'OCDE sur la croissance incluait aussi, dans ses équations de croissance, l'effet de rattrapage (convergence vers les pays ayant la plus forte productivité), le capital humain, les paramètres démographiques, etc. Ce constat est donc assez solide du fait des données économétriques transversales utilisées.

<sup>16</sup> L'Allemagne possède un régime plus souple pour les entreprises non cotées et l'Italie assure désormais également une protection vis-à-vis de la loi sur l'aide pour les rachats à effet de levier qui sont structurés comme une fusion. Les Pays-Bas sont récemment allés dans le sens d'une exemption pour l'aide financière apportée par les entreprises non cotées. L'Espagne n'applique pas de régime plus souple à ces entreprises.

protection des actionnaires minoritaires, par les réglementations sur les prises de contrôle et par le droit des faillites (autrement dit, par le régime de gouvernement d'entreprise).

Le principe de l'équivalence fonctionnelle s'applique dans ce domaine comme dans d'autres. Ainsi, la France, pays où le marché des rachats à effet de levier est également dynamique, interprète avec prudence la notion d'aide financière, mais le paiement de dividendes à l'issue de l'acquisition y est un mécanisme essentiel en vertu duquel il est possible de disposer des actifs de la société cible pour rembourser les fonds ayant servi à financer l'acquisition (EVCA, 2004).

#### **4.2 Les obligations de diffusion de l'information imposées aux entreprises non cotées sont-elles adaptées ?**

Une question essentielle de gouvernement d'entreprise concerne les obligations de diffusion de l'information applicables aux sociétés non cotées qui sont généralement bien moins coûteuses que celles qui s'imposent aux sociétés cotées. Ces règles s'appuient souvent sur certains seuils en matière d'emploi, d'actifs ou de chiffre d'affaires comme c'est aussi le cas des obligations de vérification comptable. Des exceptions sont cependant souvent accordées aux filiales à 100 %, bénéficiant d'une garantie illimitée de la société mère. Ces obligations se justifient par le fait que les informations sur les entreprises sont importantes pour conclure des transactions commerciales, comme le recours à l'emprunt (y compris pour établir la notation de la dette de l'entreprise) et pour assurer le fonctionnement des marchés du travail, dans la mesure où les négociations collectives doivent reposer sur une bonne connaissance du contexte financier et concurrentiel de l'entreprise. La communication d'informations aux associés commanditaires d'une structure de capital-investissement est régie par des dispositions contractuelles, car ces investisseurs sont considérés comme avisés. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, ce dispositif passe généralement pour être efficace et n'exige donc pas d'être complété par une intervention réglementaire. Comme on l'a vu cependant, certains éléments, (par exemple, les commissions de conseil qui ne sont pas versées au fonds) peuvent rendre nécessaire un renforcement du dispositif, mais ils n'en seront sans doute que mieux réglés encore par des accords privés.

Dans de nombreux pays, la situation ayant évolué, il a fallu réexaminer si l'approche adoptée convenait toujours. Premièrement, l'avènement de grandes opérations de rachat à effet de levier signifie qu'un certain nombre de très grandes entreprises (représentant un « intérêt public ») ne sont prises en compte au départ ni par le droit des sociétés ni par les règles de diffusion de l'information. Deuxièmement, les responsabilités des administrateurs ont parfois été étendues à tel point qu'elles prennent le pas sur l'obligation qui leur incombe de diffuser des informations indiquant aux autres composantes de l'entreprise s'ils respectent bien leurs obligations. Troisièmement, l'apport de financements a évolué de plus en plus en faveur des marchés de crédit secondaires et le rôle d'initiés des banques (particulièrement de la banque chef de file disposant d'informations privilégiées) s'en trouve donc amoindri.

De nombreuses grandes entreprises non cotées, notamment celles détenues par des fonds de capital-investissement, ont modifié les informations qu'elles publient pour tenir compte de la nouvelle donne, notamment les informations qu'elles communiquent aux agences de notation, bien que peut-être de manière confidentielle. Néanmoins, d'autres entreprises n'ont adopté des règles supplémentaires de publication des informations que de façon superficielle. Les investisseurs étant déjà détenteurs d'informations précises, les autorités doivent se demander s'il est justifié d'imposer des règles supplémentaires de diffusion de l'information, qui seront en tout état de cause moins exhaustives que celles imposées aux sociétés cotées. La réglementation peut être l'une des voies, mais pas nécessairement la meilleure, puisqu'elle impose à l'évidence de fixer des seuils assez arbitraires sur un créneau du marché plutôt dynamique. Les sociétés figurant dans le portefeuille d'un fonds de capital-investissement, pourront

aussi appliquer le code des pratiques exemplaires de leur secteur, peut-être selon le principe « se conformer ou expliquer ». C'est l'approche générale suivie par les principes de l'EVCA et par le code néerlandais et recommandée au Royaume-Uni par la Commission Walker (cf. Annexe I) qui préconise des normes de communication très proches de celles qui s'imposent aux sociétés cotées. Cette voie se justifie en outre du fait que ces grandes entreprises ont déjà pris des dispositions internes détaillées en matière de diffusion de l'information et de rapports directs aux associés-gérants, de sorte que les coûts résultant de cette obligation seraient, le cas échéant, négligeables.

La question à trancher concerne la nature des informations qui doivent être diffusées. Outre les états financiers ordinaires, qui pourront être moins détaillés que ceux des sociétés cotées, deux problèmes se posent avec une acuité particulière pour les sociétés détenues en portefeuille. Le premier concerne la dette, généralement élevée et complexe, sachant en particulier qu'elle est en grande partie composée, d'emprunts *in fine* notamment, qui peuvent avoir une durée de huit ans par exemple, et dont les intérêts sont remboursables à l'échéance. Les flux de trésorerie disponibles ne livreront, dès lors, guère de renseignements sur l'endettement. Pour les émetteurs primaires immédiats de cette dette, qui sont en mesure d'imposer des clauses de protection, un recours existe si l'entreprise a fait une présentation trompeuse de son endettement global lors des discussions confidentielles avec les prêteurs. Cependant, les autres créanciers, tels que les fournisseurs, et les marchés secondaires peuvent ne pas avoir accès à toutes ces informations. Le deuxième problème concerne la composition du conseil d'administration de la société détenue en portefeuille. Même si l'entreprise est sous contrôle, les administrateurs n'en doivent pas moins assumer les responsabilités qui sont précisées dans le droit des sociétés. Leur nom peut être cité dans le cadre des informations que doivent normalement divulguer les sociétés non cotées, mais certaines précisions supplémentaires concernant leur statut peuvent être nécessaires.

Certaines parties ont fait valoir que la rémunération des dirigeants et des administrateurs doit également être divulguée mais du point de vue du gouvernement d'entreprise, leur argumentation ne semble guère fondée. Dans le cas des sociétés cotées, les actionnaires doivent connaître la composition et l'ampleur des mécanismes d'incitation financière afin de pouvoir apprécier si leur alignement a réglé le problème d'agence. Le capital-investissement, en revanche, repose sur un modèle différent qui s'appuie sur de puissants mécanismes d'incitation pour les associés-gérants et pour les dirigeants, dont les investisseurs (les commanditaires) sont en principe informés. Dans le même ordre d'idée, le fait d'exiger la divulgation de l'identité des associés commanditaires va également trop loin. Ces derniers ne sont pas actionnaires des entreprises en portefeuille, ils ne jouent aucun rôle dans la gestion du fonds de capital-investissement, ce qui explique aussi pourquoi leur responsabilité est limitée.

### 4.3 *Quorum pour les décisions importantes*

Dans plusieurs pays, l'activisme des investisseurs, notamment des fonds d'arbitrage activistes, a servi à soulever la question des quorums qui sont nécessaires pour que les décisions prises soient valables. Ainsi, un petit groupe d'investisseurs activistes peut être capable de prendre le contrôle d'une assemblée générale ordinaire marquée par une faible participation des actionnaires ou pour laquelle le quorum requis est peu élevé<sup>17</sup>. Dans certains cas, l'entreprise fixe un quorum faible pour assurer la réussite de l'assemblée générale (le cas se serait présenté au Japon). Le droit des sociétés peut fixer le quorum, mais celui-ci peut être modifié par les statuts de l'entreprise. Ce problème général du point de vue de l'action publique ne tient pas à la présence d'investisseurs activistes, mais explique la faible participation des actionnaires,

<sup>17</sup> Dans un cas, aux Pays-Bas, lors d'une assemblée générale à faible participation, deux fonds d'arbitrage qui détenaient 32 % d'une société ont remporté un vote avec 86,5 % des voix des actionnaires présents.

laquelle est plus préoccupante que les effets supposés des pratiques d'emprunt de titres (cf. Annexe I). Dans certains pays, on a observé une augmentation régulière de la participation des actionnaires au vote ces dernières années, mais le rôle joué par l'intervention publique à cet égard n'était toujours pas clair au moment de la rédaction du présent document.

#### **4.4 Les questions de gouvernement d'entreprise posées par les structures de capital-investissement cotées**

Une question auxquelles sont confrontées les autorités de tutelle de plusieurs pays (comme les Pays-Bas et le Royaume-Uni) concerne l'admission à la cote de fonds ou d'entreprises de capital-investissement et de fonds d'arbitrage<sup>18</sup>. Plusieurs fonds d'entreprises de capital-investissement ont été admis à la cote sur différents marchés, à l'instar de KKR sur Euronext à Amsterdam. Cependant, la cotation des fonds de capital-investissement ne semble pas cadrer avec le modèle classique de fonctionnement du capital-investissement qui repose sur des engagements en capital et impose parfois de longs délais avant de trouver l'investissement qui convient. Les investisseurs du fonds coté KKR escomptaient, de leur côté, des investissements immédiats dont leurs rendements dépendaient et ne semblent donc pas avoir apprécié les commissions qui ont été immédiatement versées à la firme de capital-investissement.

Du point de vue de l'action publique, le cas où une entreprise de capital-investissement veut se faire admettre à la cote en vendant ses propres actions lors d'une introduction en bourse est plus intéressant<sup>19</sup>. Cette question se pose normalement en termes de comparaison avec les sociétés financières qui sont généralement soumises à des mécanismes de gouvernement d'entreprise et à des obligations de diffusion de l'information comme toute autre société cotée. On peut aussi néanmoins faire valoir qu'en raison du contrôle qu'elles exercent sur des sociétés commerciales, elles doivent se soumettre aux règles usuelles de gouvernement d'entreprises et de transparence applicables à n'importe quelle autre société ou conglomérat. Il importe de souligner que ces règles n'imposent nullement de divulguer des informations détaillées sur les filiales (mais seulement sur les différentes activités), comme le demandent souvent les détracteurs. L'une des approches retenues est celle de la FSA (2007d) qui traite de manière générique les entreprises cotées de capital-investissement comme des fonds de placement fermés cotés, rompus aux techniques d'investissement modernes que sont le capital-investissement ou les fonds d'arbitrage par exemple. Des règles de transparence seront introduites imposant la publication trimestrielle des principales positions d'investissement et une déclaration sur la stratégie d'investissement. Notons qu'une obligation d'indépendance du conseil d'administration sera imposée : la présence d'un président du conseil d'administration et d'une majorité d'administrateurs indépendants suffira à respecter les critères en la matière. Les détracteurs se plaignent encore du manque d'informations détaillées sur les entreprises détenues en portefeuille, qui sont importantes puisque chacune a un endettement et une structure de fonctionnement qui lui sont propres. Mais surtout, il n'existe pas, contrairement aux conglomérats cotés, de garantie illimitée entre la société de capital-investissement et la société figurant dans son portefeuille.

Un argument s'opposant à la cotation des fonds de capital-investissements veut que les mécanismes d'incitation inhérents à leur mode de fonctionnement en seraient faussés. En effet, la cotation peut affaiblir le lien étroit existant entre la rémunération des associés-gérants et le succès des entreprises en portefeuille

<sup>18</sup> Des questions fiscales sont aussi en jeu comme dans le cas de Blackstone à la bourse de New-York. Seules les questions de gouvernement d'entreprise sont traitées dans cette partie.

<sup>19</sup> Si l'introduction de Blackstone à la bourse de New York a suscité un vif intérêt, un certain nombre de sociétés cotées réalisent déjà d'importantes opérations de capital-investissement, dont 3i qui tire 40 % de ses profits d'opérations de rachat, Goldman Sachs ou encore Lehman Brothers.

car les fonds tireront sans doute une part plus grande de leur revenu des actions ou des options sur actions<sup>20</sup>. Cela peut également donner lieu à un conflit entre les actionnaires et les associés commanditaires, ces derniers s'intéressant exclusivement à l'entreprise/aux entreprises en portefeuille et les premiers à l'évolution plus générale du cours du titre de l'entreprise ayant le statut d'associé-gérant. Quoi qu'il en soit, il appartient aux investisseurs privés de régler cette question qui ne semble pas relever de l'intervention publique.

## 5. LA NOTION DE « VUES À COURT TERME »

Les questions relevant de l'action des pouvoirs publics qui sont liées au capital-investissement et aux fonds d'arbitrage activistes sont fréquemment associées à la notion de « vues à court terme », généralement tenues pour le problème fondamental des marchés financiers modernes (voir par exemple Tonello, 2006 et Marathon Club, 2007). Comme on l'a indiqué le document [\*Emergence des structures de placement alternatives : les conséquences pour le gouvernement d'entreprise \(2007\)\*](#), la durée de détention des titres par les fonds d'arbitrage activistes et par les structures de capital-investissement ne peut être considérée comme une preuve de leurs « vues à court terme », car elle renseigne peu sur les perspectives temporelles qui président à leur évaluation d'une entreprise. Les firmes de capital-investissement procèdent à des vérifications d'usage approfondies et on ne peut guère leur reprocher de ne pas examiner les perspectives de croissance d'une entreprise. Les exigences formulées par les investisseurs activistes, comme celles requérant la cession d'une entreprise, ne peuvent guère non plus être taxées de « vues à court terme », car elles peuvent avoir pour objet, par exemple, un renouvellement complet de l'équipe dirigeante en vue d'améliorer les performances de l'entreprise. De plus, après une telle opération, les actionnaires activistes restent souvent présents dans l'entreprise en tant qu'actionnaires. Il a aussi été souligné que, selon les conseillers d'entreprise, le meilleur moyen de contrer les fonds d'arbitrage activistes consiste, pour les entreprises, à disposer d'un conseil d'administration avisé et d'une stratégie claire afin d'utiliser leurs réserves de trésorerie et leurs possibilités d'endettement inutilisées. Même les principales critiques, comme celle formulée par The Conference Board (Tonello, 2006), soulignent que les marchés semblent apprécier les actifs incorporels et les anticipations de croissance future. Les plaintes des dirigeants sur ces « vues à court terme », par lesquelles ils entendent souvent l'obligation de publier des rapports trimestriels, peuvent aussi induire en erreur. La recherche a montré que le problème essentiel n'est pas tant la publication de rapports trimestriels en soi que les estimations trimestrielles de bénéfices associées à des options encore en devenir. Cette pratique a aussi pour corollaire la constitution par les entreprises d'importantes réserves en vue de manipuler les indicateurs d'estimations des bénéfices, comme le bénéfice par action par exemple, et certains remaniements comptables. Le nombre d'entreprises publiant des estimations de bénéfices a nettement baissé à la suite de plusieurs scandales, dont celui d'Enron.

<sup>20</sup> Dans l'ensemble du secteur, les rendements perçus par les associés au titre de leur intéressement, déterminés par le prix de vente de la société détenue en portefeuille, dépassent ceux découlant des commissions de gestion dans un ratio de 4 pour 3. Cette estimation est probablement une sous-évaluation, puisqu'il reste un certain nombre d'entreprises qui seront vendues peu après une augmentation de l'activité, mais elle donne une indication des mécanismes d'incitation *ex-ante*. Cf. Cheffins et Armour, 2007.

Une importante littérature a aussi été consacrée à la publication par les entreprises de leurs plans stratégiques et il a été démontré que les marchés financiers apprécient ce type d'informations, ainsi que les dépenses de recherche et de développement et autres investissements, dès lors que ces activités offrent des perspectives de rendement raisonnable dans l'avenir et que l'on peut considérer qu'elles s'inscrivent dans la stratégie de l'entreprise (OCDE, 2006). Dans ce domaine, certains problèmes subsistent encore du point de vue de l'action publique pour améliorer le fonctionnement des marchés financiers, mais ils peuvent être d'ordre plus général. Même s'ils ont sans doute été suscités par la présence des investisseurs alternatifs, il ne s'agit pas vraiment d'une question d'action publique qui les concerne en tant que tels. Bref, même si leur capacité de prévision n'est pas parfaite, les marchés financiers sont loin d'être myopes.

Néanmoins, la question de « vues à court terme » demeure une préoccupation en vogue sinon, pour l'heure, une priorité des pouvoirs publics. On peut définir cette notion comme étant celle du taux de préférence temporelle (que préfère l'entreprise au moment présent : planter des pins ou des chênes ?). À ce titre, de nombreux déterminants, macro et microéconomiques, voire psychologiques, entrent en jeu. On peut aussi penser que le vieillissement de la population dans de nombreux pays de l'OCDE a accru le taux de préférence temporelle et réduit la durée des projets d'investissement. L'obsolescence plus rapide des technologies a aussi les mêmes conséquences, les entreprises accélérant le cycle de vie de leurs technologies et leurs investissements (notamment dans la recherche-développement et les innovations de produits), ce qui suscite cette impression fallacieuse de « vues à court terme ». Différents facteurs microéconomiques, comme les régimes fiscaux, les mécanismes d'incitation des gérants du fonds et certains dispositifs de gouvernement d'entreprise tels que la détermination de la rémunération des dirigeants, jouent aussi un rôle important à cet égard. En somme, si la question des vues à court terme mérite sans doute que l'on s'y penche du point de l'action publique, rien ne porte à croire que l'activisme des actionnaires et le capital-investissement doivent être considérés comme le symptôme d'une défaillance du marché, mais bien plutôt que comme une réaction à cette défaillance.



## BIBLIOGRAPHIE

Baird, D. (2006), « Legal approach to restricting distributions to shareholders: the role of fraudulent transfer law », *European Business Organization Law Review*, 199

Baird, D. et R. Rasmussen (2007), *Common Pools, Common Disasters, and the Anti-commons: Hedge Funds in Modern Reorganization Law*, Note présentée à des investisseurs activistes, des fonds d'arbitrage, et des spécialistes du gouvernement d'entreprise, Amsterdam [vérifier la référence]

Bargeron, L. et al (2007), « Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers », *Fisher College of Business Working Paper Series*, WP 2007-8. Également SSRN, extrait 980066

Becht, M. et al (2006), « Returns to Shareholder Activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund », *ECGI Finance Working Paper*, 138, Bruxelles

Cheffins, B. et J. Armour (2007), « The Eclipse of Private Equity », *ECGI Law Working Paper*, 82/2007

Commission européenne, 2005, *Livre vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'Union européenne* [, COM 314

Commission européenne, 2006, *Report of Alternative Investment Group: Developing Private Equity*

European Venture Capital Association (EVCA), (2004), *Debt Financing Structures*, Bruxelles

European Venture Capital Association (EVCA) (2006), *Benchmarking European Tax and Legal Environments*, Bruxelles

Cotter, J. et S. Peck (2001), « The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist », *Journal of Financial Economics*, 101

Ferran, Eilis, 2007, « Regulation of Private Equity-backed Leveraged Buyout Activity in Europe », *ECGI Law Working Paper*, 84

Financial Services Authority (2005), « Hedge funds. A Discussion of Risk and Regulatory Engagement », *Discussion Paper 05/04*, Londres

Financial Services Authority (2006), « Private Equity: A discussion of risk and Regulatory engagement », *Discussion Paper 06/06*, Londres

Financial Services Authority (2007a), « Update measurement of market cleanliness », *Occasional Papers Series*, 25, Londres

Le rôle du capital-investissement et des fonds d'arbitrage activistes dans le gouvernement d'entreprise

Financial Services Authority (2007b), « Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement », *Feedback statement*, 07/3

Financial Services Authority 2007c, « Thematic review of controls over inside information relating to takeovers », *Market Watch*, 21, Londres

Financial Services Authority 2007d, « Shareholder activism », *Market Watch*, 20, Londres

Financial Services Authority 2007e, « Investment entities listing review », *Consultation Paper*, 07/12, Londres

International Association of Insolvency Professionals (INSOL), 2000, *Statement of Principles for a Global Approach to Multi-creditor Workouts*

Marathon Club, (2007), *Guidance Note for Long-term Investing*

Moodys (2007), *Short-term shareholder activists degrade creditworthiness of rated companies*, New York

OCDE (2006), *Intellectual Assets and Value Creation: Implications for Corporate Reporting*, Paris

Rickford, J. (2006), « Legal approaches to restricting distributions to shareholders: balance sheet tests and solvency tests », *European Business Organization Law Review*, 7, 135-179

Takeovers Panel (2007), *Issues Paper: Insider participation in Control Transactions*, Australie

Tonello, M. (2006), « Revisiting stock market short-termism », *The Conference Board Research Report*