

Le recours aux leviers de contrôle : le cas des sociétés cotées françaises

Sabri BOUBAKER*

IRG (Université Paris Est, France) et DEFI (ESSEC Tunis, Tunisie)

Florence LABEGORRE

IAE Lille – LEM (UMR CNRS - USTL 8179)

Classification JEL : G32, G34. Réception : août 2007 ; Acceptation : mars 2008.

Correspondance : Sabri Boubaker, IRG, 61, avenue du Général de Gaulle, 94010 Créteil Cedex, Email : boubaker@univ-paris12.fr; Florence Labégorre, LEM (IAE de Lille), 104, avenue du Peuple Belge, 59043 Lille Cedex, Email : florence.labegorre@iae.univ-lille1.fr

Résumé : En France, les actions à droit de vote double, les actions sans droit de vote et les participations indirectes, croisées ou pyramidales, permettent de contrôler une société avec un apport minimal en capital. Cet article analyse l'utilisation et l'effet de levier de ces mécanismes sur un échantillon de 560 sociétés cotées françaises en 2000. Les résultats révèlent le recours peu fréquent aux actions sans droit de vote et aux participations croisées. À l'inverse, les trois quarts des sociétés présentent des actions à droit de vote double et un tiers sont contrôlées via une pyramide. Mais au-delà d'un succès commun, actions à droit de vote double et pyramides ne se confondent pas : les actionnaires publics et financiers paraissent préférer les pyramides ; les actionnaires familiaux, les actions à droit de vote double. Les pyramides dissocient les droits aux cash-flows du contrôle de 43% en moyenne et les actions à droit de vote double, de 12%. Les pyramides apparaissent donc comme le levier de contrôle le plus puissant.

Mots clés : propriété – contrôle – levier – France.

Abstract : French law authorizes listed companies to use several devices to achieve control with a relatively small fraction of ownership. Double voting shares, non-voting shares, cross holdings, and pyramids are among these devices. We collected data for a sample of 560 French listed firms for the year 2000. This data reveals the rare use of non-voting shares and cross-holdings and the widespread use of both double voting shares and pyramids. The latter two devices seem to be substitutes for each other. The extent of their use seems to depend upon the controlling shareholder's identity. Pyramids are more frequent among stated-owned firms and firms controlled by a widely held financial institution. Double voting shares are more used by family firms. Pyramiding seems to be a device that ensures a large discrepancy between ownership and control, accounting on average for 43% of the excess control, whereas double voting shares account for a difference of merely 12%.

Key words : ownership – control – leverage device – France.

* Nous remercions chaleureusement les rapporteurs anonymes de la revue pour leurs remarques et leurs suggestions.

« *Marx and Adam Smith did not share many ideas, but both agreed, for very similar reasons, that the corporate form of organization did not function properly. Both were skeptical that such an organization could be efficient and fair as long as ownership and control were kept separated* ». Jaime Sabal (*Financial Decisions in Emerging Markets*, Oxford University Press, 2002).

En France, les actionnaires ont en principe droit à un pourcentage de dividendes et de droits de vote équivalent à leur pourcentage de capital. Le législateur entend ainsi garantir l'égalité des actionnaires. Mais dans le même temps, il autorise de nombreuses entorses à la règle. Actions à droit de vote double¹, actions sans droit de vote et participations indirectes constituent autant de moyens légaux de dissocier les droits aux dividendes et les droits de vote d'un actionnaire. Ces mécanismes peuvent notamment conduire à un pourcentage de vote démultiplié et produire ce que nous appellerons un « effet de levier ». Certains actionnaires les utilisent ainsi comme « leviers de contrôle », pour acquérir le contrôle avec un apport réduit. Mais un tel usage n'est pas sans risques pour les autres actionnaires. L'actionnaire contrôleur décide en effet de l'affectation des ressources, lui-même et/ou via le dirigeant nommé par ses soins. Mais moins il est impliqué dans le capital et moins il est incité à rechercher la valeur actionnariale maximale. Une faible participation au capital limite en effet le risque, à la charge de l'actionnaire, d'une mauvaise gestion, ainsi que ses droits aux dividendes. Le recours aux leviers de contrôle exposerait ainsi les actionnaires minoritaires à un risque d'utilisation sous-optimale des ressources : dépenses somptuaires, rémunérations excessives, prix de cession internes favorables aux autres entreprises contrôlées par l'actionnaire contrôleur, diversion de la trésorerie, mauvais choix d'investissement, etc. Ces pratiques peuvent être supposées malaisées à rendre publiques. Elles devraient se solder par un bénéfice inférieur à ce qui serait possible en l'absence de coûts d'agence et par de moindres revenus pour les actionnaires et par une moindre valorisation boursière, toutes choses égales par ailleurs. Empiriquement, la séparation du droit aux flux et du contrôle apparaît effectivement associée à une faible distribution de dividendes, à la rétention et à la manipulation de l'information et à une décote boursière. Ainsi, sur le marché français, l'écart entre les droits aux cash-flows et

¹ Les « *dual class shares* » présentes à l'étranger ne constituent pas des actions à droit de vote double au sens français pour trois raisons. D'une part, elles peuvent conférer bien plus qu'un second vote par titre. D'autre part, elles sont cotées distinctement. Enfin, elles conservent leur(s) vote(s) supplémentaire(s) en cas de cession.

au contrôle de l'actionnaire contrôleur affecte négativement la valeur des sociétés cotées (Boubaker, 2007). Il influence également l'activité des analystes financiers. Ces derniers semblent en effet suivre en plus grand nombre (Boubaker et Labégorre, 2008), mais moins précisément (Boubaker et Labégorre, 2006), les sociétés où le droit aux flux et le contrôle sont séparés.

L'écart entre les pourcentages de droits de vote et de capital de l'actionnaire contrôleur constitue ainsi une source potentielle de conflits d'intérêts entre actionnaires (Jensen et Meckling, 1976 ; Shleifer et Vishny, 1997 ; La Porta et al., 1999 ; Bebchuk et al., 2000). Plus l'actionnaire contrôleur détient un pourcentage de droits de vote supérieur à sa participation au capital et plus il est susceptible de prendre des décisions préjudiciables aux autres actionnaires. Ces enjeux nous ont amenés à nous intéresser aux mécanismes à l'origine de cet écart : quels sont-ils ? Quelles sociétés y recourent ? A quelle hauteur contribuent-ils à séparer les droits aux flux et le contrôle ? Telles sont les questions auxquelles nous tentons de répondre.

Les résultats empiriques, obtenus sur un échantillon de 560 sociétés cotées françaises, opposent la prédominance des actions à droit de vote double et des pyramides et la désuétude des actions sans droit de vote et des participations croisées. Les actions à droit de vote double et les pyramides n'apparaissent pas utilisées simultanément, ni par les mêmes actionnaires. L'État et les institutions financières semblent préférer les pyramides et les actionnaires familiaux, les actions à droit de vote double. Les structures pyramidales induisent enfin un écart entre les droits au contrôle et aux cash-flows ultimes 3,5 fois plus important que les actions à droit de vote double.

Ces résultats viennent compléter la littérature existante. Dans une étude internationale, La Porta et al. (1998) relèvent si les actionnaires minoritaires sont ou non autorisés à voter par procuration, à être représentés au sein du conseil d'administration, à agir en recours devant les tribunaux etc. La présence ou l'absence de ces dispositifs préjuge d'un risque potentiel pour les actionnaires minoritaires. L'utilisation effective des leviers de contrôle nous semble davantage témoigner d'un risque réel. Faccio et Lang (2002) abordent le sujet mais se limitent aux leviers de contrôle communs à treize pays européens : les classes duales d'actions et les chaînes pyramidales, qu'ils arrêtent aux entreprises non cotées. À l'inverse, nous considérons l'ensemble des leviers de contrôle disponibles en France, actions à droit de vote double et actions sans droit de vote compris, et remontons réellement les pyramides jusqu'aux actionnaires ultimes. Enfin, nous mesurons, pour la première fois à no-

tre connaissance, l'effet de levier spécifique à chaque mécanisme de contrôle mobilisé.

Le reste de l'article s'organise de la façon suivante. La première section présente les conditions d'utilisation et le principe des leviers de contrôle. La deuxième section expose la démarche empirique suivie. La troisième section est consacrée aux résultats de l'étude empirique menée sur un échantillon de 560 sociétés cotées françaises.

1. La présentation des leviers de contrôle

Les actions à droits particuliers et les participations indirectes peuvent conférer à leurs détenteurs un pourcentage de droits de vote supérieur à leur participation au capital. Leur usage n'est cependant pas libre. La première section présente le cadre de leur utilisation et justifie leur qualification de « leviers de contrôle ».

1.1. Les actions à droits particuliers

Le législateur a posé le principe d'actionnaires égaux en droits. Mais il autorise sous certaines conditions la création d'actions inégales en droits, à l'origine d'un effet de levier.

1.1.1. Le principe : des actions à droits égaux

Parce que la société anonyme se veut une société égalitaire, les mêmes droits financiers et politiques sont en principe attachés à toutes les actions. Les droits financiers traduisent la participation des actionnaires aux bénéfices (Code civil, art. 1832), soit au cours de la vie sociale sous forme de dividendes, soit à la dissolution de la société à travers le boni de liquidation. Les droits politiques désignent le droit, pour tout actionnaire, de participer aux décisions collectives (Code civil, art. 1844). Ils se déclinent en un droit à l'information et en un droit de vote. Au nom de l'égalité des actionnaires, chaque action doit conférer le même dividende et une seule voix (Code de commerce, art. L. 225-122). Des dérogations sont toutefois possibles, dans la limite des clauses léonines².

² L'article 1844-1 du Code civil définit les clauses léonines : « la stipulation attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, celle excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes sont réputées non écrites ».

1.1.2. Les exceptions légales : les actions à droits particuliers

Des actions à droits particuliers peuvent être instituées, dans le respect des dispositions légales. Depuis l'ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières, elles appartiennent à la catégorie générique des actions de préférence (Code de commerce, art. L. 228-11). Elles ouvrent droit à des avantages soit financiers, soit politiques.

Les statuts peuvent ainsi aménager les modalités de distribution de dividendes et prévoir un dividende majoré, versé prioritairement, reportable d'un exercice à l'autre ou encore fonction du résultat d'une division de la société (actions reflet). Tous les actionnaires doivent pouvoir souscrire à ces actions, sauf procédure particulière (Code de commerce, art. L. 225-8 et 225-12).

L'égalité de vote connaît également des exceptions légales, à travers les actions à droit de vote double (Code de commerce, art. L. 225-123) et les actions sans droit de vote (Code de commerce, art. L. 228-35). Les statuts ou, à défaut, l'assemblée générale extraordinaire, peuvent doubler le droit de vote des actions nominatives, entièrement libérées et détenues depuis plus de deux ans par le même actionnaire. Les actions à droit de vote double perdent leur second vote et redeviennent des actions ordinaires dès que transférées à un tiers ou converties au porteur. Pour cette raison, elles ne constituent pas une classe particulière d'actions³ et ne sont pas assimilables aux « *dual-class shares* » à l'étranger. Nominatives, elles ne peuvent pas non plus être cotées, contrairement aux « *dual-class shares* » ou aux actions sans droit de vote. À l'inverse, le droit de vote peut être annulé. Les sociétés ayant réalisé des bénéfices distribuables au cours des deux derniers exercices sont autorisées à supprimer le droit de vote, lors d'une augmentation de capital ou de la conversion d'actions ordinaires existantes. Les actions sans droit de vote ne doivent pas représenter plus du quart du capital social. La privation du droit de vote a pour contrepartie un dividende précipitaire, reportable sur deux exercices, supérieur au premier dividende ou à 7,5% de la fraction libérée de ces actions.

1.1.3. Des actions à effet de levier

Ainsi, bien qu'en principe chaque action donne droit à une voix, le législateur admet, sous certaines conditions, l'attribution d'un second

³ Les actions sans droit de vote et les actions avec un droit de vote sont les deux seules classes d'actions existantes en France. Quelques entreprises seulement possèdent ces deux classes.

droit de vote ou, au contraire, la suppression du droit de vote. Les titulaires d'actions à droit de vote double doublent leur nombre de voix en assemblée pour la même quote-part de capital ; les souscripteurs d'actions sans droit de vote sont condamnés au silence et ce capital muet renforce le pouvoir relatif des actionnaires votant. L'actionnaire désireux d'acquérir le pouvoir avec une mise minimale gagne donc à l'émission d'actions sans droit de vote et/ou à se faire reconnaître un droit de vote double, dès qu'il en remplit les conditions.

1.2. Les participations indirectes

Outre ces actions à droits particuliers, les participations indirectes contribuent à découpler les pourcentages de capital et de vote. Elles peuvent prendre la forme de pyramides, de participations croisées ou circulaires.

1.2.1. Les pyramides

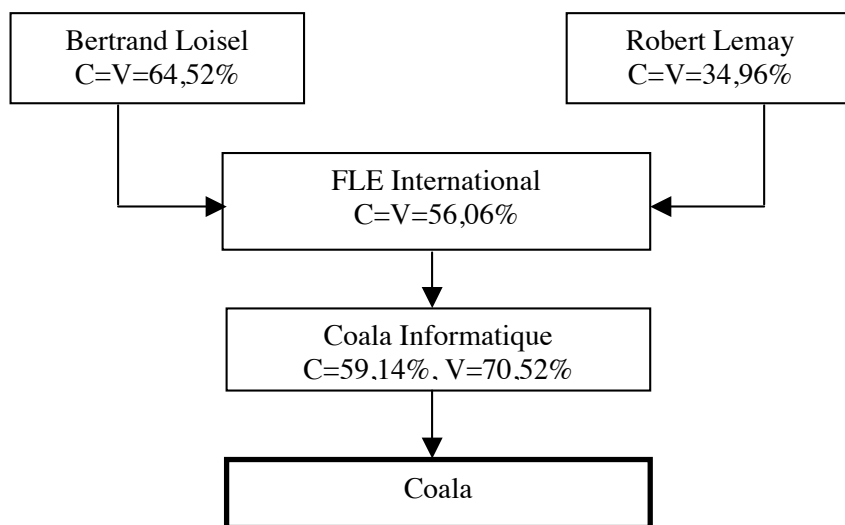
Une pyramide est une chaîne verticale de participations, conférant toutes plus de 10% des droits de vote⁴. Dans l'exemple de la figure 1, Bertrand Loisel est l'actionnaire contrôleur ultime de Coala à travers une pyramide à deux étages, FLE International et Coala Informatique⁵. Bertrand Loisel contrôle 64,52% de FLE International. Cette dernière contrôle 56,06% de Coala Informatique qui contrôle à son tour 59,14% des droits de propriété et 70,52% des droits de vote de Coala. Monsieur Loisel contrôle donc $64,52\% \times 56,06\% \times 59,14\% = 21,39\%$ des droits aux cash-flows ultimes et 56,06% (le minimum des trois chaînes de contrôle) des droits au contrôle ultimes de Coala. Imaginons maintenant que Coala soit une filiale à 100% de Coala informatique. Bertrand Loisel contrôlerait alors Coala avec un droit aux cash-flows ultime égal à $64,52\% \times 56,06\% = 36,17\%$. Son droit au contrôle ultime resterait inchangé (56,06%). Plus la chaîne pyramidale est longue, plus les intérêts de l'actionnaire ultime dans l'entreprise contrôlée sont faibles et plus l'écart entre les droits aux cash-flows et au contrôle ultimes est élevé. Les participations indirectes créent un effet de levier.

⁴ La détention d'au moins 10% des droits de vote est supposée emporter le contrôle de l'entreprise. D'autres seuils de contrôle existent mais 10% est le plus usuel (cf. la sous-section 2.2.2).

⁵ Bertrand Loisel est l'unique actionnaire contrôleur ultime de Coala. Il n'a, à notre connaissance, pas signé de pacte avec Robert Lemay.

Figure 1 - La structure de propriété et de contrôle de la société Coala

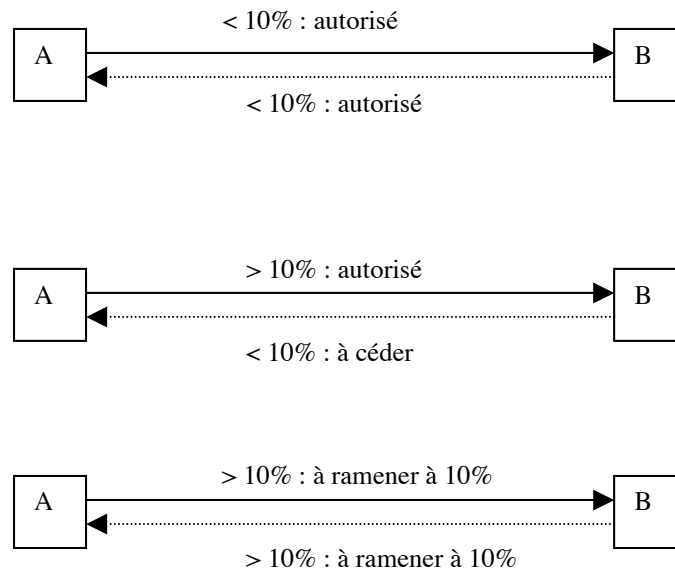
La figure 1 retrace la structure de propriété et de contrôle de la société Coala au 31 décembre 2000. Elle montre que Bertrand Loisel et Robert Lemay contrôlent conjointement Coala à travers une chaîne de participations pyramidale. « C » et « V » désignent respectivement les droits aux cash-flows et les droits de vote directs. Un encadré en gras signale une entreprise cotée.

*1.2.2. Les participations croisées*

Les participations croisées sont des participations réciproques entre deux sociétés. Elles peuvent conduire deux sociétés à se contrôler et à se détenir mutuellement. Les dirigeants deviennent alors difficilement révocables, tandis que la partie du capital auto-détenue n'a aucune contrepartie saisissable à l'actif. Le législateur est donc intervenu, aux fins de protéger les actionnaires minoritaires et les créanciers des deux sociétés (Code de commerce, art. L. 233-29). Les participations réciproques entre deux sociétés par actions sont licites jusqu'à 10% du capital. Si l'une des participations dépasse 10% du capital, faute d'accord entre les parties, l'autre participation (la plus faible) doit être liquidée. Si les deux participations excèdent 10% du capital et sont équivalentes, elles doivent être toutes deux réduites à hauteur de 10%. Les actions prohibées sont privées de droit de vote jusqu'à leur cession. La figure 2 récapitule le régime des participations croisées.

Figure 2 - Le régime des participations croisées entre sociétés

En France, les participations réciproques sont autorisées jusqu'à 10%. Si l'une d'entre elles est supérieure à 10%, l'autre doit être aliénée. Si les deux dépassent 10%, alors elles doivent être toutes deux ramenées à 10%.

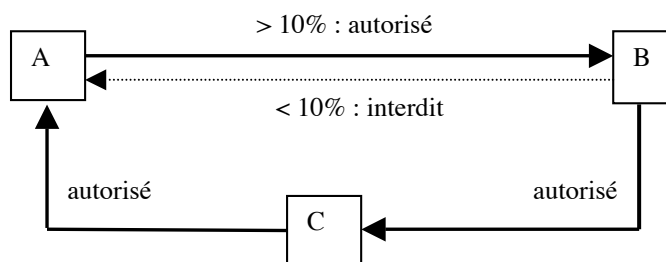


1.2.3. Les participations circulaires

Les participations circulaires forment une chaîne de participations en boucle. Par exemple, A détient une participation dans B, qui possède une part du capital de C, qui elle-même a des actions de A. L'insertion d'une troisième société C, entre A et B, permet de contourner l'interdiction de l'article L. 233-30 du Code de commerce. En effet, alors que les participations réciproques sont limitées à 10%, les participations circulaires sont admises sans restrictions (figure 3).

Figure 3 - Les participations circulaires : un montage en dehors du cadre de l'article L. 233-30 du Code de commerce

Selon l'article L. 233-30 du Code de commerce, si une société par actions A détient plus de 10% du capital d'une société par actions B, alors B ne peut pas posséder d'actions de la société A. En revanche, rien n'interdit à B de participer au capital d'une troisième société C, ni à C de prendre une participation dans A. Ce montage en boucle, autorisé par la jurisprudence, permet de passer outre l'interdiction de participations réciproques supérieures à 10% du capital.



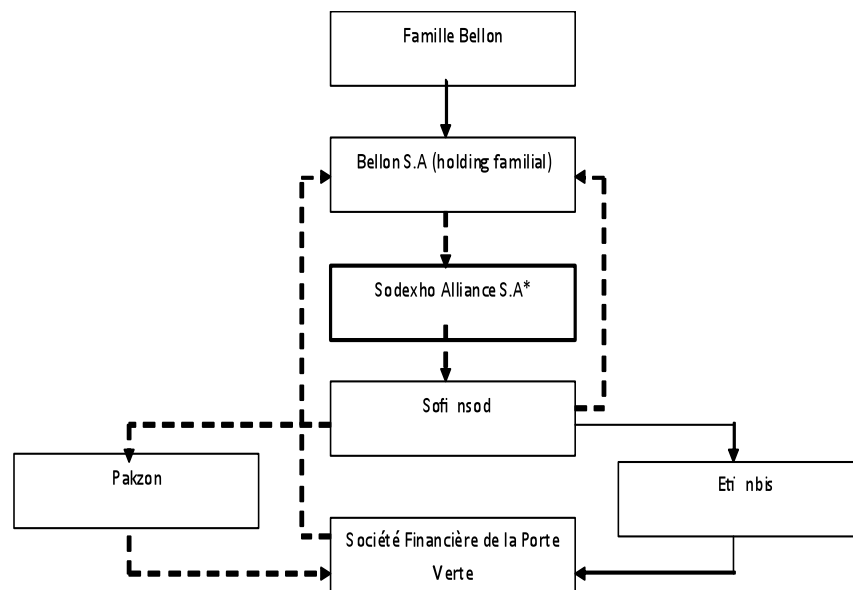
Les participations circulaires constituent un moyen d'autocontrôle indirect. Dans le cas réel de la figure 4, le holding familial Bellon parvient ainsi à s'autocontrôler via deux chaînes de participations circulaires. La société Bellon détient 40,81% du capital et 39,4% des droits de vote de Sodexho Alliance. Sodexho contrôle 100% de Sofinsod. Cette dernière détient directement 14,40% du capital et des droits de vote de Bellon S.A. Par l'intermédiaire de ce premier montage, la société Bellon détient donc $40,81\% \times 100\% \times 14,40\% = 5,87\%$ de son propre capital et contrôle un minimum de 14,40% des droits de vote en assemblée générale. Le deuxième montage comprend trois liens indirects supplémentaires, de Sofinsod dans Pakzon (C=V=100%), de Pakzon dans la Société Financière de la Porte Verte (C=V=56,90%) et de la Société Financière de la Porte Verte dans Bellon (C=V=4,10%). Il permet à la société Bellon de détenir $40,81\% \times 100\% \times 4,10\% = 1,67\%$ de son capital et au minimum 4,10% de ses droits de vote. Au total, grâce à ces deux montages en boucle, la société Bellon contrôle au minimum $14,40\% + 4,10\% = 18,50\%$ de ses droits de vote. Au seuil de contrôle de 10%, elle s'autocontrôle.

Toutefois, l'autocontrôle n'est pas sans inconvénients. Tout d'abord, il conduit à majorer fictivement la valeur de la société autocontrôlée. Dans notre exemple, la société Bellon serait évaluée avec la part que Bellon possède dans elle-même. Ensuite, l'autocontrôle entrave toute prise de participation extérieure, ainsi que la révocation des dirigeants en place. Pour ces raisons, les actions autocontrôlées ont été réglemen-

tées (Code de commerce, art. L. 233-31) : elles sont exclues lors du calcul du quorum et de la majorité et perdent leur droit de vote. En revanche, elles conservent leur droit aux dividendes et, contrairement aux participations réciproques, n'ont pas à être cédées au-delà de 10% du capital.

Figure 4 - Les participations circulaires au sein du groupe Bellon

La figure 4 retrace les chaînes de propriété et de contrôle de la famille Bellon au 31.12.2000. «C» et «V» représentent les pourcentages de capital et de droits de vote directs. L'entreprise cotée en bourse est encadrée en gras. Au sein du groupe familial, l'entreprise Bellon s'autocontrôle indirectement *via* deux chaînes de participations circulaires, représentées en pointillés : Sodexho Alliance–Sofinsod–Bellon et Sodexho Alliance–Sofinsod–Pakzon–Société Financière de la Porte Verte–Bellon.



*Les autres actionnaires de Sodexho Alliance sont la Caisse des Dépôts et des Consignations (C=3,47%, V=5,05%) et la Société Générale (C=2,92%, V=2,81%). Monsieur Bellon, ex-PDG de l'entreprise, préside le conseil d'administration de Sodexho Alliance.

2. La démarche empirique suivie

L'analyse des leviers de contrôle des sociétés cotées françaises a été menée en trois temps. Un échantillon de sociétés a tout d'abord été sélectionné. Les pourcentages de capital et de droits de vote des actionnaires ultimes ont ensuite été déterminés. Nous avons enfin calculé l'effet de levier total, puis par mécanisme de contrôle.

2.1. La formation de l'échantillon

Nous avons commencé par sélectionner dans la base Worldscope les sociétés françaises cotées à Paris en 2000. Nous avons alors recherché les actionnaires directs de chaque société, les actionnaires de ces actionnaires et ainsi de suite jusqu'aux actionnaires ultimes. Les rapports annuels ont constitué notre principale source d'information. Ils ont été consultés sur les sites internet de la COB (Commission des Opérations de Bourse) ou des entreprises elles-mêmes. À défaut, ils ont été requis auprès des services chargés des relations avec les investisseurs. Les sociétés avec des données d'actionnariat manquantes ont été éliminées. Au final, l'échantillon comprend 560 entreprises.

2.2. La mesure des droits aux cash-flows et du contrôle ultimes

Une fois les actionnaires ultimes identifiés, s'est posé le problème de la mesure de leurs pourcentages de capital et de droits de vote. Ces actionnaires détiennent en effet souvent des actions d'une société par de multiples liens. La fraction totale de capital possédée n'est alors pas immédiate et ne reflète pas le périmètre effectif de contrôle.

2.2.1. La mesure des droits aux cash-flows ultimes

Un actionnaire a droit à un montant de dividendes ordinaires proportionnel à sa participation au capital. La propriété du capital donne donc la mesure des droits financiers de l'actionnaire. Elle peut être directe (A détient des actions de C) ou indirecte (A possède des actions de B qui détient des actions de C). Les droits aux *cash-flows* ultimes est la somme de toutes les participations en capital, directes et indirectes, de l'actionnaire ultime. Par exemple, si l'actionnaire A détient directement 60% du capital de C et indirectement 30% du capital de C à travers B (A détient 50% du capital de B), ses droits aux *cash-flows* ultimes dans

C valent au total : $60\% + 50\% * 30\% = 75\%$. La mesure du contrôle ultime est loin d'être aussi consensuelle et aisée.

2.2.2. La mesure du contrôle ultime

Les droits de vote d'un actionnaire déterminent son influence stratégique. Au-delà d'un certain seuil, ils permettent d'emporter le contrôle de l'entreprise. Mais comment définir ce seuil ? Les décisions importantes étant soumises à l'approbation des actionnaires, certains chercheurs considèrent comme actionnaire contrôleur toute personne qui possède la majorité des voix en assemblée (Chapelle et Szafarz, 2001 ; Renneboog, 2000). En réalité, des ententes entre actionnaires ou l'existence d'un actionnariat dispersé, peu assidu aux assemblées, permettent d'obtenir le contrôle avec un plus faible pourcentage de droits de vote. Sur l'échantillon international de La Porta et al. (1999), 70% des entreprises n'ont pas d'actionnaire détenant plus de 20% de droits de vote ; 90% des sociétés britanniques, 80% des sociétés américaines et 50% des sociétés japonaises ne possèdent pas d'actionnaire avec plus de 10% de droits de vote. Les auteurs relèvent par ailleurs que les deux tiers des actionnaires contrôleurs de type familial participent à la direction de l'entreprise et ce faisant, accroissent leur sphère d'influence. Fort de ces constats, ils estiment que 20% des droits de vote suffisent pour contrôler une société, voire même 10% dans certains pays. En outre, ils notent que dans de nombreux pays, les participations excédant 10% sont aisées à détecter car elles doivent être déclarées. Il convient donc de retenir 10% des droits de vote comme seuil de contrôle. Un peu plus tard, Faccio et Lang (2002) feront de même, tandis que Claessens et al. (2000) préféreront un seuil de 20%, plus adapté à l'actionnariat concentré des pays asiatiques étudiés. Les seuils de 10% et de 20% semblent aujourd'hui admis dans la littérature académique ; ils permettent de considérer, en position dominante, tout actionnaire détenant plus de 10% ou de 20% des droits de vote.

Ces seuils ne sont toutefois pas exempts de critiques. Ils n'ont tout d'abord aucun fondement légal. Ils sont ensuite trop bas pour exclure les cas de contrôle conjoint. Plusieurs actionnaires peuvent en effet détenir plus de 10% ou de 20% des votes, sans qu'il soit possible de déterminer, de l'extérieur, lequel est le plus influent. À cet égard, le seuil de 50% lève toute ambiguïté car un seul actionnaire peut contrôler une entreprise à 50% des voix plus une. Malgré ces limites, les seuils de 10% et de 20% demeurent « utiles pour dégager les structures de pou-

voir au sein des entreprises » (Biebuyck, Chapelle et Szafarz, 2004). Nous les utiliserons donc comme seuils de contrôle.

Toutefois, comme déjà mentionné, l'actionnaire ultime est souvent à la tête de chaînes de participations. Comment alors mesurer son degré d'influence ? Différentes méthodes de calcul existent, parmi lesquelles il a fallu choisir⁶.

La Porta et al. (1999) cumulent le pourcentage de droits de vote détenu directement et le pourcentage de vote du dernier lien de la chaîne de participations, et ce tant que tous les liens de cette chaîne sont supérieurs au seuil de contrôle. À défaut, le contrôle ultime correspond aux droits de vote directs. Dans le prolongement de La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000) proposent une autre méthode, dite du maillon faible, reprise ensuite par Faccio et Lang (2002). Selon cette méthode, le contrôle ultime résulte de la somme des pourcentages minima de droits de vote directs (les maillons faibles) des différentes chaînes. Ces maillons faibles doivent cependant dépasser le seuil de contrôle adopté (20% chez Claessens et al., 10% chez Faccio et Lang), sous peine d'être mis à 0. Les méthodes restantes sont de type matriciel. Dans la méthode matricielle pure, le contrôle ultime équivaut à la somme des participations directes et indirectes de l'actionnaire ultime dans la société considérée. Les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes sont donc assimilés, nonobstant l'existence d'un seuil au-delà duquel le contrôle est acquis. La méthode matricielle à seuil de contrôle corrige ce biais et introduit un seuil de contrôle dans la méthode matricielle pure. Une matrice intermédiaire, dite de contrôle direct, est créée. L'élément ac_{ij} de la matrice est l'élément de la i ème ligne et de la j ème colonne. Il correspond au niveau de contrôle direct de la société i dans la société j . Il vaut 100 si les droits de vote directs de i dans j dépassent 50%, et équivalent aux votes directs de i dans j sinon. Le niveau de contrôle indirect correspond au produit de tous les ac_{ij} le long de la chaîne.

Aucune de ces méthodologies n'est optimale. La méthode matricielle pure est plus adaptée au calcul des droits aux *cash-flows* ultimes que du contrôle ultime. La méthode matricielle à seuil peut produire des résultats aberrants, notamment en présence de plusieurs liens de contrôle inférieurs à 50%. La méthode du maillon faible semble présenter le moins de limites et est la plus aisée à appliquer. Pour ces raisons, elle a reçu notre préférence.

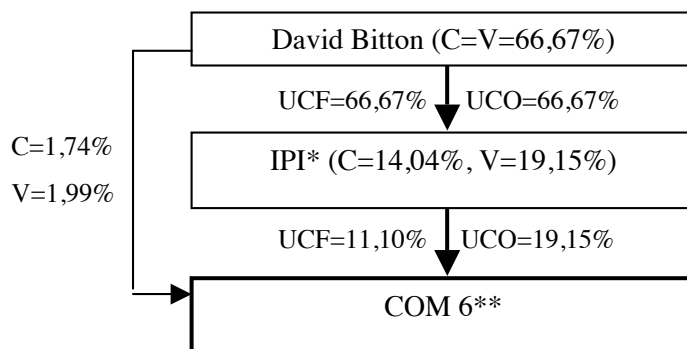
⁶ Pour plus de détails, le lecteur peut utilement se référer à Biebuyck, Chapelle et Szafarz (2004) ou à Chapelle et Szafarz (2005).

2.2.3. Une illustration : le cas de la société COM6

A titre d'illustration, nous avons calculé les droits aux *cash-flows* et le contrôle ultimes de la société COM6. La figure 5 représente les chaînes de propriété et de contrôle de cette société.

Figure 5 - La mesure du droit aux *cash-flows* et du contrôle ultimes : le cas de la société COM 6

La figure 5 présente la structure de propriété et de contrôle de la société COM6. C et V désignent respectivement les pourcentages de capital et de droits de vote directs, UCF et UCO les pourcentages du droit aux *cash-flows* et des droits de contrôle de l'actionnaire ultime. La somme des participations directes et du produit des participations indirectes de l'actionnaire ultime donne UCF. La somme des droits de vote directs et du minimum des droits de vote indirects de l'actionnaire ultime conduit à UCO. Un encadré en gras indique que la société est cotée en bourse. Les flèches en gras signalent une chaîne pyramidale.



* La société IPI a un autre actionnaire important, M. Daniel Alcabas (C=V=33,33%).

** Les autres actionnaires importants de COM 6 sont SOFIMAC (C=8,89, V=11,33%), Marc Berrébi (C=4,23%, V=5,23%) et les deux fonds de placements à risque FCPR BP Innovation et FCPR Ventech avec respectivement (C=9,84%, V=9,66%) et (C=12,18%, V=10,59%).

Monsieur Bitton contrôle la société non cotée IPI avec 66,67% du capital et des droits de vote. Il détient également directement 1,74% du capital et 1,99% des droits de vote de COM6. L'entreprise IPI possède directement 14,04% du capital et 19,15% des droits de vote de COM6. Monsieur Bitton détient donc indirectement, via IPI, 66,67% x 14,04%

= 9,36% du capital et (66,67%, 19,15%)=19,15% des droits de vote de COM6. Au total, les droits aux *cash-flows* ultimes de Monsieur Bitton dans COM6 équivalent à la somme de ses participations directes et indirectes, soit : UCF= 1,74% + 9,36% = 11,1%. Le contrôle ultime de Monsieur Bitton dans COM6 vaut, conformément à la méthode du maillon faible : UCO=1,99% + 19,15% = 21,14%. Le tableau 1 rapporte les pourcentages de capital et de droits de vote de Monsieur Bitton à chaque niveau de la pyramide.

Tableau 1 - *La société COM6 : droits aux dividendes et droits de vote de l'actionnaire ultime*

Monsieur Bitton est l'actionnaire ultime de la société cotée COM6. Il la contrôle directement et via la société non cotée IPI. Les participations de Monsieur Bitton dans IPI et d'IPI dans COM6 constituent une chaîne pyramidale. Le tableau 1 précise les pourcentages de capital (UCF) et de vote (UCO) de l'actionnaire ultime dans chaque société de la pyramide. La somme des participations directes et du produit des participations indirectes de l'actionnaire ultime conduit à UCF. La somme des droits de vote directs et du minimum des droits de vote indirects de l'actionnaire ultime donne UCO.

| Nom de l'entreprise | Rang dans la pyramide | UCF | UCO |
|---------------------|-----------------------|--------|--------|
| IPI | 1 | 66,67% | 66,67% |
| COM 6 | 2 | 11,10% | 21,14% |

2.3. L'analyse de l'écart entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes

La méthode d'analyse de l'écart entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes est présentée, puis appliquée au cas de la Compagnie Générale de Géophysique (CGG).

2.3.1. L'exposé de la méthode

L'analyse de l'écart entre les droits aux *cash-flows* et le contrôle ultimes a été menée en trois temps. Pour chaque société de l'échantillon, nous avons commencé par calculer l'écart total entre les pourcentages de droits aux *cash-flows* et de contrôle de l'actionnaire ultime. Nous avons ensuite recherché les mécanismes à l'origine de cet écart : actions à droit de vote double et/ou pyramide. Enfin, nous avons estimé la contribution de chaque mécanisme à l'écart. À cette fin, nous avons raisonné « toutes choses égales par ailleurs ». En présence d'un unique

droit de vote par action, l'écart entre les pourcentages de droits aux *cash-flows* et de contrôle de l'actionnaire ultime proviendrait seulement des chaînes pyramidales. Nous avons donc supposé la règle « une action, un droit de vote » respectée et avons dessiné la structure de propriété et de contrôle correspondante. Dans cette structure fictive, les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes sont respectivement notés UCO_{pyr} et UCF_{pyr} et leur écart relatif vaut : $(UCO_{pyr} - UCF_{pyr}) / UCO_{pyr}$. L'écart induit par les actions à droit de vote double s'obtient alors par différence entre l'écart total (cas réel) et l'écart dû à la pyramide (cas fictif) : $(UCO_{dvd} - UCF_{dvd}) / UCO_{dvd} = [(UCO - UCF) / UCO] - [(UCO_{pyr} - UCF_{pyr}) / UCO_{pyr}]$.

2.3.2. L'application de la méthode

À titre d'illustration, la méthode précédente est appliquée au cas de la Compagnie Générale de Géophysique, la CGG (figure 6).

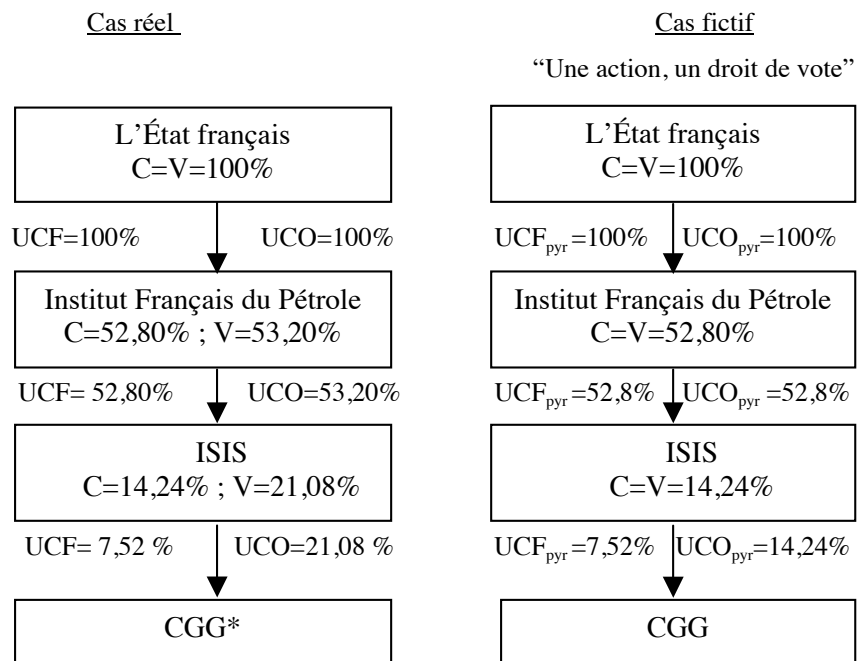
ISIS détient 14,24% du capital et 21,08% des droits de vote de la CGG. L'Institut Français du Pétrole (IFP) contrôle ISIS avec 52,80% du capital et 53,20% des droits de vote. L'IFP est une filiale de l'État à 100%. L'État français représente donc l'actionnaire ultime de la CGG. Il la contrôle avec $100\% * 52,80\% * 14,24\% = 7,52\%$ du capital et un minimum de 21,08% des droits de vote. L'écart total entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes s'élève donc à : $(21,08\% - 7,52\%) / 21,08\% = 64,33\%$. Pour démultiplier son périmètre de contrôle par rapport à sa participation au capital, l'État français utilise une chaîne pyramidale et des actions à droit de vote double (au niveau d'ISIS et de l'IFP).

Afin de mesurer la contribution de chacun de ces deux mécanismes à l'écart total, nous avons imaginé la structure où le principe « une action, un droit de vote » s'appliquerait. Dans cette pyramide sans action à droit de vote double, l'État détiendrait toujours $100\% * 52,80\% * 14,24\% = 7,52\%$ du capital, mais un minimum de 14,24% des droits de vote. L'écart entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes dû à la pyramide se monte donc à $(14,24\% - 7,52\%) / 14,24\% = 47,19\%$. Comme l'écart total vaut 64,33%, il reste $(64,33\% - 47,19\%) = 17,14\%$ expliqués par la présence d'actions à droit de vote double.

Figure 6 - Analyse de l'écart entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes : le cas de la Compagnie Générale de Géophysique

Cette figure représente la structure de propriété et de contrôle de la Compagnie Générale de Géophysique (CGG), réelle puis dans l'hypothèse d'un unique

droit de vote par action. C désigne les droits aux *cash-flows* directs et V désigne les droits de vote directs. Ils sont rapportés dans les encadrés. Les droits aux *cash-flows* et de contrôle de l'actionnaire ultime sont indiqués respectivement à gauche et à droite des flèches. UCF équivaut à la somme des participations directes et du produit des participations indirectes de l'actionnaire ultime. UCO correspond à la somme des droits de vote directs et du minimum des droits de vote indirects. Dans le cas réel, l'État français contrôle la CGG avec $100\% \times 52,80\% \times 14,24\% = 7,52\%$ du capital et un minimum de 21,08% des droits de vote ($\min(100\%, 53,20\%, 21,08\%)$), soit un écart global de $(21,08\% - 7,52\%) / 21,08\% = 64,33\%$. Dans le cas fictif, tous les actionnaires sont supposés détenir des actions à droit de vote simple. L'écart entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes proviendrait alors de la pyramide. Il vaudrait : $(14,24\% - 7,52\%) / 14,24\% = 47,19\%$. La différence entre l'écart total réel et l'écart fictif dû à la pyramide n'est autre que l'écart induit par les actions à droit de vote double. Soit, en l'espèce : $64,33\% - 47,19\% = 17,14\%$. Les actions à droit de vote double expliquent 17,14% de l'écart total entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes.



*La Compagnie Générale de Géophysique compte deux autres actionnaires importants : The Beacon Group (C= 17,61% ; V=15,63%) et Total Chimie (C=4,65% ; V=6,93%).

3. L'analyse empirique des leviers de contrôle des sociétés cotées françaises

Un actionnaire a en principe droit à un pourcentage de droits de vote égal à sa participation au capital. Le droit français lui offre toutefois différents moyens de démultiplier son pourcentage de voix. Mais ces moyens sont-ils effectivement utilisés ? Le cas échéant, comment, avec quel effet de levier et par quel type de sociétés ? Pour répondre à ces questions, nous avons observé la pratique et l'importance des leviers de contrôle sur l'échantillon de 560 sociétés cotées françaises.

3.1. L'utilisation des mécanismes de contrôle

3.1.1. Une utilisation fréquente ?

Les actions sans droit de vote, les actions à droit de vote double, les clauses limitatives de vote, les pyramides et les participations croisées constituent, en France, les moyens juridiques de dissocier la propriété et le contrôle. Mais ces mécanismes sont-ils également utilisés ? Le tableau 2 rapporte les fréquences d'observation des mécanismes de contrôle sur notre échantillon.

Tableau 2 - La fréquence d'utilisation des mécanismes de contrôle

L'échantillon total comprend 560 sociétés françaises cotées. Les statistiques descriptives des variables binaires suivantes sont rapportées : *vote0* vaut 1 si la société a émis des actions sans droit de vote ; *vote2* vaut 1 si des actions à droit de vote double ont été accordées ; *lim vote* vaut 1 si les statuts limitent effectivement le nombre de voix accordés à l'actionnaire contrôleur ; *Pyramide* vaut 1 si l'actionnaire ultime contrôle la société *via* une pyramide, c'est-à-dire *via* une ou plusieurs autre(s) société(s) partiellement détenue(s) ; *Cross holding* vaut 1 si la société est contrôlée par l'intermédiaire de participations croisées. Les proportions sont calculées par rapport à l'effectif total (560). Entre crochets figurent les effectifs et les proportions au seuil de contrôle de 20%.

| Variables | Effectif | Proportion en % |
|---------------------------------|-----------|-----------------|
| Echantillon global (560) | | |
| VOTE0 | 11 | 1,96 |
| VOTE2 | 426 | 76,07 |
| LIM VOTE | 3 | 0,53 |
| Pyramide | 160 [132] | 28,57 [23,57] |
| Cross holding | 1 [0] | 0,17 [0,00] |

Les différentes catégories d'actions ne remportent pas le même succès. Les actions sans droit de vote sont très peu utilisées en France (1,96% des firmes), contrairement aux actions à droit de vote double. Les trois quarts de notre échantillon (76,07%) octroient un second vote aux actionnaires titulaires d'actions nominatives détenues depuis plus de deux ans (ou quatre ans, selon les statuts). En comparaison, les actions à vote multiple s'observent dans 19% des entreprises européennes ; elles sont interdites en Belgique, exceptionnellement permises en Norvège (13,16% des entreprises) et autorisées sans restriction en Suède (66,07% des entreprises cotées y recourent) (Faccio et Lang, 2002).

Les clauses limitatives sont rares en France. Elles ont été mises en jeu dans seulement trois sociétés de notre échantillon : Vivendi Universal, Atos Origin et M6 Télévision⁷.

Les structures pyramidales semblent au contraire répandues en France. Elles permettent de contrôler 30,13% (27,73%) des entreprises contrôlées de notre échantillon au seuil de 10% (20%)⁸. Au seuil de contrôle de 20%, cette proportion demeure inférieure à celle relevée par Claessens et *al.* (2000) en Asie de l'Est (38,70%). En revanche, elle excède largement la moyenne en Europe de l'ouest (19,13%) (Faccio et Lang, 2002).

Du tableau 2 ressort par ailleurs la quasi-inexistence des entreprises contrôlées via des participations croisées : sur notre échantillon, une seule est observée au seuil de 10% (Sodexho Alliance) et aucune au seuil de 20%. À des seuils de contrôle plus bas, les participations croisées sont en revanche plus fréquentes. Sur un échantillon d'entreprises cotées européennes, Faccio et Lang (2002) trouvent une proportion similaire, de 0,73%, au seuil de contrôle de 10%.

3.1.2. Une utilisation simultanée ?

Les pyramides et les actions à droit de vote double sont apparues comme les mécanismes de contrôle les plus fréquents. Mais sont-ils utilisés conjointement ? Le calcul des coefficients de corrélation de Pear-

⁷ Les statuts de M6 Télévision stipulent par exemple que « dans l'hypothèse où deux actionnaires détiennent chacun, seul ou de concert avec d'autres, plus de 33 1/3 % du capital, le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées est limité à 34 % du nombre total des actions de la société et/ou des droits de vote qui leur sont attachés ».

⁸ Le nombre des entreprises contrôlées à travers des pyramides s'élève à 160 (132) au seuil de 10% (20%). Elles représentent 30,30% (27,73%) des 531 (476) entreprises contrôlées de notre échantillon au seuil de 10% (20%).

son apporte des éléments de réponse. Le tableau 3 présente la matrice des corrélations.

Tableau 3 - *Les coefficients de corrélation entre les mécanismes de contrôle*

Le tableau 3 présente les coefficients de corrélation de Pearson entre les différents mécanismes de contrôle. Entre parenthèses figure le risque p d'erreur. Les coefficients peuvent être significatifs aux seuils de 1 % (a), de 5 % (b) et de 10 % (c). Vote2 vaut 1 si la société a accordé des actions à droit de vote double, et 0 sinon. La variable binaire Pyramide vaut 1 si la société est contrôlée via une pyramide, c'est-à-dire via une ou plusieurs autre(s) société(s) partiellement détenue(s), au seuil de 10% (pyramide10) ou de 20% (pyramide20). Les coefficients sont calculés sur un échantillon de 560 sociétés françaises.

| | Vote2 |
|------------|----------------------------------|
| Pyramide10 | -0,1162 (0,0073) ^a |
| Pyramide20 | -0,0688 (0,1341) |

Le coefficient de corrélation entre les variables « pyramides » et les « actions à droits de vote double » est négatif (-0,1162) et diffère significativement de 0 au seuil de 1%. Les deux mécanismes semblent donc substituables. L'interprétation doit rester prudente car le coefficient ne peut plus être considéré comme significativement non nul quand le seuil de contrôle passe à 20%. Le tableau 4 montre que les entreprises pyramidales recourent moins souvent aux actions à droit de vote double que les autres entreprises cotées : 70,00% contre 80,59%. Il fait également apparaître que 27,25% des entreprises ayant accordé des actions à droit de vote double et 40% des entreprises sans actions à droit de vote double sont affiliées à une pyramide. Les différences sont significatives au seuil de 1%. Au vu des résultats, les pyramides et les actions à droits de vote double semblent donc s'exclure mutuellement.

3.2. L'effet de levier des pyramides et des actions à droit de vote double

Parce que les sociétés par actions sont des sociétés de capitaux, les actionnaires sont considérés non au regard de leurs qualités personnelles mais de leurs apports en nature ou en numéraire. Ainsi, ils reçoivent des

dividendes, contribuent aux pertes et votent au prorata de leur participation au capital. Cette règle de la proportionnalité doit garantir l'égalité des actionnaires. Elle comporte toutefois des exceptions. Une même participation au capital ne confère pas le même pouvoir, selon que les actions sont ordinaires ou préférentielles, détenues directement ou indirectement. Les actions à droit de vote double et les participations pyramidales permettent à un actionnaire d'accroître son influence sans investissement supplémentaire. Le tableau 4 témoigne de cet effet de levier.

Dans les entreprises contrôlées à travers une pyramide, les actionnaires ultimes détiennent en moyenne 24,71% du capital et 45,75% des droits de vote. Les proportions valent respectivement 48,87% et 56,18% dans les entreprises non contrôlées par l'intermédiaire d'une pyramide. Les entreprises affiliées à une pyramide présentent un écart entre les droits au contrôle et aux cash-flows ultimes significativement plus élevé que les autres entreprises : 48,86% contre 13,72%. La présence d'actions à droit de vote double semble également accentuer la séparation entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes : elle entraîne un excès de contrôle moyen de 25,77%, significativement supérieur à celui des entreprises sans actions à droit de vote double (19,29%). Ces résultats restent qualitativement similaires au seuil de contrôle de 20%. Ils doivent cependant être analysés précautionneusement car des facteurs autres que l'utilisation d'une pyramide ou la détention d'actions à droit de vote double pourraient influencer le droit aux *cash-flows* et le contrôle ultimes. En outre, les pyramides et les actions à droit de vote double peuvent être employées conjointement. Les excès de contrôle moyens rapportés (48,86% et 25,77%) ne peuvent donc être considérés comme spécifiques aux pyramides et aux actions à droit de vote double.

Tableau 4 - Le recours aux pyramides et aux actions à droit de vote double : l'impact sur le droit aux *cash-flows* et le contrôle ultimes

Le tableau 4 teste l'influence de l'utilisation de pyramides ou d'actions à droit de vote double sur le droit aux *cash-flows* et le contrôle ultimes. *UCF* correspond à la somme des participations directes et du produit des participations indirectes de l'actionnaire ultime. *UCO* résulte de la somme des droits de vote directs et du minimum des droits de vote indirects de l'actionnaire ultime. La variable *Excès contr.* mesure l'écart entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes : $(UCO - UCF) / UCO$. La variable binaire *Pyramide* vaut 1 si la société est contrôlée via une pyramide, c'est-à-dire par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs société(s) partiellement détenue(s). La variable binaire *Vote2* vaut 1 si la société a octroyé des actions à droit de vote double. Un actionnaire est considéré comme « contrôleur » (*AC*) s'il possède au moins 10% des droits

de vote. Il peut être une famille (*AC familial*), une entreprise à actionnariat diffus (*AC EAD*), une institution financière à actionnariat diffus (*AC IFAD*) ou l'État (*AC Etat*). Les tests paramétriques t sont conduits sur l'échantillon des 531 entreprises contrôlées. Les colonnes « =1 » et « =0 » sont exprimées en pourcentages. La colonne « Différence » donne la probabilité d'erreur avec laquelle l'hypothèse nulle d'égalité des moyennes peut être rejetée. Les différences peuvent être significatives à 1% (a), à 5% (b) ou à 10% (c).

| Variables | Utilisation d'une pyramide | | | Actions à droit de vote double | | |
|--------------|----------------------------|---------|---------------------|--------------------------------|---------|---------------------|
| | =1 | =0 | Différence | =1 | =0 | Différence |
| UCF | 24,7153 | 48,8723 | 0,0000 ^a | 42,7559 | 37,6114 | 0,0375 ^b |
| UCO | 45,7528 | 56,1806 | 0,0000 ^a | 55,3786 | 45,0238 | 0,0000 ^a |
| Excès contr. | 48,8593 | 13,7173 | 0,0000 ^a | 25,7694 | 19,2949 | 0,0090 ^a |
| Pyramide | - | - | -- | 27,2506 | 40,0000 | 0,0074 ^a |
| Vote2 | 70,0000 | 80,5929 | 0,0074 ^a | -- | -- | - |
| AC Famille | 73,1250 | 85,7143 | 0,0005 ^a | 89,0511 | 57,5000 | 0,0000 ^a |
| AC Etat | 10,0000 | 4,5822 | 0,0177 ^b | 2,6764 | 18,3333 | 0,0000 ^a |
| AC IFAD | 11,2500 | 5,1213 | 0,0109 ^b | 4,3796 | 15,8333 | 0,0000 ^a |
| AC EAD | 1,8750 | 3,2345 | 0,3856 | 2,1898 | 5,0000 | 0,1021 |
| ACEIFAD | 13,1250 | 8,3558 | 0,0898 ^c | 6,5693 | 20,8333 | 0,0000 ^a |

Pour pallier cette limite, l'écart total entre le droit aux *cash-flows* et le contrôle ultimes est calculé sur l'échantillon des 531 entreprises contrôlées. Il est ensuite décomposé selon la méthode décrite dans la sous-section 2.3. Les résultats figurent dans le tableau 5. Les chaînes pyramidales séparent les droits au contrôle et les droits aux dividendes de l'actionnaire ultime en moyenne de 43,25% et en médiane de 41,24%. L'excès de contrôle dû aux pyramides dépasse 59,75% dans les trois quarts des entreprises de l'échantillon. Les actions à droit de vote double dissocient les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes d'en moyenne 12,43% et en médiane de 7,08%. Elles entraînent un excès de contrôle supérieur à 20,72% dans 75% des cas. Au total, sur notre échantillon, les chaînes pyramidales produisent en moyenne un effet de levier 3,5 fois plus élevé que les actions à droit de vote double. Mais elles seraient moins faciles à gérer.

Tableau 5 - L'analyse de l'écart entre les droits au contrôle et aux cash-flows ultimes

Un actionnaire est qualifié de contrôleur s'il possède au moins 10% des droits de vote de l'entreprise considérée. *UCF* désigne les droits aux cash-flows de l'actionnaire contrôleur ultime. Il s'obtient par addition des participations directes et du produit des participations indirectes. *UCO* correspond au pourcentage minimal de droits de vote détenus par l'actionnaire contrôleur ultime. Il équivaut à la somme de ses droits de vote directs et du minimum de ses droits de vote indirects. *Excès contr.* mesure l'écart total entre les droits au contrôle et aux *cash-flows* ultimes : $(UCO-UCF)/UCO$. La règle d'« une action, un droit de vote » étant supposée respectée, l'écart est recalculé. Il serait alors uniquement dû aux pyramides et est noté *Excès_Pyramide*. La différence entre l'écart total (*Excès contr.*) et l'écart dû aux pyramides (*Excès_Pyramide*) donne l'écart spécifique aux actions à droit de vote double (*Excès_Vote2*). La distribution, la moyenne et l'écart-type de ces variables sont calculées sur l'échantillon de 531 entreprises contrôlées au seuil de 10%. Les variables sont exprimées en pourcentages.

| | Premier centile | Premier quartile | médiane | 3 ^{ème} quartile | 99 ^{ème} Centile | Moyenne | Ecart type |
|---|-----------------|------------------|---------|---------------------------|---------------------------|---------|------------|
| L'ECART TOTAL ENTRE LE CONTROLE ET LA PROPRIETE ULTIMES | | | | | | | |
| UCF | 0,2316 | 22,0500 | 40,2200 | 58,9800 | 89,1700 | 41,5933 | 23,8457 |
| UCO | 10,7510 | 33,0600 | 56,0600 | 72,2000 | 95,3000 | 53,0385 | 23,4958 |
| Excès contr. | -3,7269 | 5,8836 | 19,8092 | 34,6935 | 98,6204 | 24,3062 | 23,9432 |
| LA DECOMPOSITION DE L'ECART GLOBAL ENTRE LE CONTROLE ET LA PROPRIETE ULTIMES | | | | | | | |
| Excès_Pyramide | 3,4078 | 22,7764 | 41,2455 | 59,7483 | 94,4127 | 43,2477 | 23,8852 |
| Excès_Vote2 | 0 | 2,1361 | 7,0813 | 20,7198 | 42,8068 | 12,4359 | 14,1613 |

3.3. Les utilisateurs des leviers de contrôle

Le tableau 4 répartit les sociétés selon leur affiliation ou non à une pyramide (variable *Pyramide* = 1 ou 0), puis selon l'existence ou non d'actions à droits de vote double (variable *ADVD* = 1 ou 0). Il met en évidence la nature des actionnaires contrôleurs de chacun des quatre groupes. Les deux tiers (73,13%) des entreprises affiliées à une pyramide sont familiales. Le tiers restant apparaît plus fréquemment contrôlé par l'État ou par une institution financière à actionnariat diffus que les sociétés non affiliées. Les actionnaires familiaux contrôlent également l'essentiel (89,05%) des entreprises ayant émis des actions à droit de vote double. Les institutions financières à actionnariat diffus et l'État viennent ensuite, avec respectivement 4,37% et 2,67% des entre-

prises à actions à droit de vote double sous leur contrôle. Les entreprises sans actions à droit de vote double sont contrôlées à 57,5% par des familles, à 18,33% par l'État et à 15,83% par des institutions financières. Au seuil de contrôle de 20%, les résultats, non rapportés, demeurent similaires.

Les interprétations doivent toutefois rester prudentes. Les tests univariés considèrent en effet un seul facteur explicatif, l'identité de l'actionnaire contrôleur. Or l'hétérogénéité des entreprises pourrait également expliquer l'utilisation différenciée des leviers de contrôle. Pour le vérifier, nous avons estimé le modèle multivarié suivant :

Mécanisme de contrôle $i = \beta_0i + \sum \beta_ji AC_j + \beta_5i Age_i + \beta_6i Taille_i + \varepsilon_i$ (avec $i = 1, \dots, 560$).

La variable dépendante, Mécanisme de contrôle, vaut 1 si l'entreprise a adopté le levier de contrôle considéré (pyramide, actions à droit de vote double, actions sans droit de vote) et 0 sinon. Les variables binaires AC_j indiquent l'identité de l'actionnaire contrôleur : famille (AC_1), institution financière à actionnariat diffus (AC_2), entreprise à actionnariat diffus (AC_3) et État (AC_4). La variable Age correspond au logarithme népérien du nombre d'années écoulées depuis la création de la société⁹ ; la variable $\ln(Taille)$, au logarithme népérien de l'actif total de l'entreprise¹⁰. La transformation logarithmique vise à limiter l'impact des observations extrêmes. La nature dichotomique des variables dépendantes justifie l'emploi d'un modèle logit. Les tests sont réalisés sur l'échantillon de 560 sociétés cotées françaises.

Le tableau 6 présente les modèles les plus significatifs obtenus au seuil de contrôle de 10%. Il rapporte également les effets marginaux ($\delta y / \delta x$) des variables explicatives sur le recours aux leviers de contrôle,

⁹ Le recours aux mécanismes de contrôle s'inscrit dans le temps. Les structures pyramidales se construisent progressivement, au fur et à mesure des prises de participation indirectes. Les actions sans droit de vote n'existent que dans les sociétés ayant réalisé des bénéfices distribuables au moins deux exercices successifs (article L. 225-126 du Code de commerce). Les actions à droit de vote double nécessitent une durée de détention supérieure à deux ans (article L. 125-123 du Code de commerce). Plus une société est âgée, plus elle peut donc offrir aux actionnaires des mécanismes de contrôle.

¹⁰ La taille nous semble propice à l'utilisation de mécanismes de contrôle à deux titres. D'une part, plus une société est de grande taille, plus sa structure peut être supposée complexe. La taille pourrait donc être reliée positivement au choix d'une structure pyramidale. D'autre part, les besoins de financement augmentent avec la taille de la société. Les actionnaires contrôleurs ont des ressources limitées. Ils cherchent à maximiser leur utilité, c'est-à-dire à garder le contrôle sous contrainte de capital. Plus la société croît, plus les actionnaires contrôleurs peuvent être incités à utiliser des mécanismes de contrôle.

ainsi que les résultats des tests de Wald d'égalité entre les coefficients de la régression. Les résultats mettent en évidence l'utilisation non similaire des leviers de contrôle par les différents actionnaires contrôleurs.

Ainsi, les institutions financières à actionnariat diffus semblent les actionnaires contrôleurs les plus enclins à utiliser des pyramides. Le coefficient de la variable AC IFAD est significativement positif au seuil de 1% et les tests de Wald établissent sa supériorité sur les coefficients des autres actionnaires contrôleurs. Les effets marginaux montrent que les institutions financières à actionnariat diffus sont associées à une probabilité de recours aux pyramides de 44,17%. La proportion vaut 36,68% pour l'État, 18,27% pour les familles et 5,23% pour les entreprises à actionnariat diffus. Les entreprises publiques ont donc deux fois plus de chances d'être affiliée à une pyramide qu'une entreprise familiale. La taille de la société accroît la probabilité d'affiliation à une pyramide, tandis que l'âge ne ressort pas significativement dans les modèles logit.

Parmi les actionnaires ultimes, les familles se distinguent par leur recours plus fréquent aux actions à droit de vote double. La variable AC familial est reliée positivement et significativement, au seuil de 1%, à l'utilisation d'actions à droit de vote double. Le coefficient de la variable AC État est significativement négatif, mais seulement au seuil de 10%. Les autres types d'actionnaires contrôleurs, de même que l'âge et la taille de l'entreprise, apparaissent sans effet sur l'adoption d'actions à droit de vote double. Les tests de Wald montrent que le coefficient de la variable AC familial diffère significativement des coefficients des variables AC EAD, AC IFAD et AC État. Les effets marginaux confirment la prédominance des actions à droit de vote double dans les entreprises familiales. Lorsqu'une entreprise passe sous contrôle familial, elle a 29,15% de chance d'accorder des actions à droit de vote double. A l'inverse, le contrôle de l'État réduit la probabilité d'actions à droit de vote double (-17,64%).

Enfin, les actions sans droit de vote paraissent un levier de contrôle prisé des institutions financières à actionnariat diffus. Seule la variable AC IFAD a une incidence positive et significative, au seuil de 5%, sur l'utilisation d'actions privées de droit de vote. Les coefficients des variables AC familial, AC EAD et AC État ne sont pas significatifs. Ceux des variables de contrôle, en revanche, le sont. Les actions sans droit de vote apparaissent surtout utilisées par les entreprises de grande taille et âgées. Les tests de Wald concluent à l'équivalence des coefficients de la régression. Autrement dit, le recours aux actions sans droit de vote ne

peut être considéré comme le fait d'une catégorie particulière d'actionnaires contrôleurs. Les effets marginaux vont dans le même sens : qu'une famille, une entreprise, une institution financière à actionnariat diffus ou l'État prenne le contrôle, la probabilité d'utilisation d'actions sans droit de vote est quasi nulle. Toutefois, la rareté des actions sans droit de vote (11 cas sur 560) pourrait mettre en cause la fiabilité des résultats de la régression logit (King et Zeng, 2001). Pour corriger cet éventuel biais, un modèle logit des événements rares ou modèle relogit a été utilisé (Tomz, King et Zeng, 1999). Les résultats confirment dans l'ensemble ceux du modèle logit. La variable AC IFAD garde le même signe positif mais perd sa significativité.

Au total, les actionnaires contrôleurs semblent ainsi utiliser les leviers de contrôle adaptés à leur stratégie. Les institutions financières ont des préoccupations financières. Elles cherchent à maximiser la rentabilité, à minimiser le risque et à garantir la liquidité de leur portefeuille d'actifs. Les participations indirectes pourraient répondre à leurs besoins. Elles peuvent permettre de contrôler une société et donc de vérifier la bonne gestion du dirigeant. Elles contribuent à diluer le risque. Elles sont enfin négociables, en bourse ou de gré à gré. Par ailleurs, une pyramide représente un montage juridique et financier complexe. Elle semble donc *a priori* plus à la portée d'investisseurs professionnels que familiaux. De leur côté, les actionnaires familiaux veillent à préserver leur patrimoine. À ce titre, ils apprécient les actions à droit de vote double, moyen d'accroître leur contrôle sans mise supplémentaire. Certes ces actions sont nominatives ; elles ne peuvent être cédées sans perdre leur deuxième droit de vote. Mais la liquidité importerait aux actionnaires familiaux moins que la rétention du pouvoir.

Tableau 6 - L'analyse multivariée du recours aux pyramides, aux actions à droit de vote double et aux actions sans droit de vote

Le tableau 6 présente les résultats des modèles explicatifs du recours aux différents leviers de contrôle. Nous testons notamment l'influence du type d'actionnaire contrôleur. Les variables dépendantes sont les suivantes : *Pyramide* vaut 1 si la société est contrôlée via une pyramide, c'est-à-dire par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs autre(s) société(s) partiellement détenue(s), et 0 sinon ; *Vote2* vaut 1 si l'entreprise a accordé des actions à droits de vote double et 0 sinon ; *Vote0* vaut 1 si l'entreprise a émis des actions sans droit de vote et 0 sinon. Leur nature binaire conduit à utiliser des régressions logit, ou relogit en présence d'un faible nombre d'observations prenant la valeur 1 (cas des entreprises avec des actions sans droit de vote). Les différents types d'actionnaires contrôleurs (AC) constituent les variables explicatives, également dichotomiques : famille (AC *familial*), entreprise à actionnariat diffus (AC *EAD*), institution financière à actionnariat diffus (AC *IFAD*), l'État

(*AC Etat*). L'âge de la société, c'est-à-dire le nombre d'années écoulées depuis sa création, ainsi que le logarithme naturel de la *taille*, approchée par l'actif du bilan, sont introduits comme variables de contrôle. Les effets marginaux $\delta y/\delta x$ sont rapportés. Ils mesurent l'impact de la variation de 0 à 1 des variables binaires sur le recours aux leviers de contrôle. La variable *AC EAD* est exclue du modèle explicatif de *Vote0* car aucune entreprise contrôlée par une entreprise à actionnariat diffus n'a d'actions sans droit de vote. Les tests sont menés sur un échantillon de 560 sociétés françaises cotées. Ils peuvent être significatifs à 1% (a), à 5% (b) ou à 10% (c). Les tests de Wald permettent de comparer deux à deux les coefficients des modèles logit.

| Variable dépendante | REGRESSIONS LOGIT | | | | | | REGRESSION RELOGIT | |
|-----------------------|---------------------------------|---------------------|---------------------------------|---------------------|----------------------------------|---------------------|--------------------|----------------------|
| | Pyramide | | Vote2 | | Vote0 | | Vote0 | |
| | Coef. (P> z) | $\delta y/\delta x$ | Coef. (P> z) | $\delta y/\delta x$ | Coef. (P> z) | $\delta y/\delta x$ | Coefficient | significativité |
| seuil 10% | | | | | | | | |
| AC familial | 1,0647 (0,036) ^b | 0,1827 | 1,4376 (0,000) ^a | 0,2915 | 1,5129 (0,202) | 0,0032 | 1,0459 | (0,455) |
| AC EAD | 0,2496 (0,761) | 0,0523 | 0,2299 (0,709) | 0,0368 | -- | -- | -- | -- |
| AC IFAD | 1,9059 (0,001) ^a | 0,4417 | -0,2474 (0,602) | -0,0447 | 2,7918 (0,050) ^b | 0,0361 | 2,4002 | (0,130) |
| AC Etat | 1,5671 (0,007) ^a | 0,3668 | -0,8641 (0,076) ^c | -0,1764 | 1,0195 (0,499) | 0,0049 | 0,9757 | (0,543) |
| ln(âge) | -0,0249 (0,813) | -0,0049 | -0,0649 (0,597) | -0,0111 | 1,0647 (0,036) ^b | 0,0031 | 0,9405 | (0,027) ^a |
| Ln(taille) | 0,1845 (0,001) ^a | 0,0368 | -0,0226 (0,693) | -0,0039 | 0,6334 (0,001) ^a | 0,0019 | 0,5876 | (0,001) ^a |
| Constante | -2,8872 (0,000) ^a | | 0,5503 (0,275) | | -13,9488 (0,000) ^a | | -12,4123 | (0,000) ^a |
| N | 560 | | 560 | | 560 | | 560 | |
| Log likelih. | -319,7328 | | -274,1421 | | -37,2308 | | | |
| Wald chi2 | 25,28 | | 66,04 | | 33,78 | | | |
| Prob > chi2 | 0,000 | | 0,000 | | 0,0000 | | | |
| Pseudo R ² | 0,0457 | | 0,1103 | | 0,3121 | | | |

TESTS DE WALD – REGRESSION LOGIT (PYRAMIDE)

| Seuil : 10% | AC familial | AC Etat | AC IFAD | AC EAD |
|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------|
| AC familial | **** | | | |
| AC Etat | 0,2265 | **** | | |
| AC IFAD | 0,0158 ^b | 0,5202 | **** | |
| AC EAD | 0,2570 | 0,0957 ^c | 0,0340 ^b | **** |

TESTS DE WALD – REGRESSION LOGIT (VOTE2)

| Seuil : 10% | AC familial | AC Etat | AC IFAD | AC EAD |
|-------------|---------------------|---------------------|---------|--------|
| AC familial | **** | | | |
| AC Etat | 0,0000 ^a | **** | | |
| AC IFAD | 0,0000 ^a | 0,2265 | **** | |
| AC EAD | 0,0291 ^b | 0,0887 ^c | 0,4496 | **** |

TESTS DE WALD – REGRESSION LOGIT (VOTE0)

| Seuil : 10% | AC familial | AC EAD | AC IFAD | AC Etat |
|-------------|-------------|--------|---------|---------|
| AC familial | **** | | | |
| AC EAD | -- | **** | | |
| AC IFAD | 0,1392 | -- | **** | |
| AC Etat | 0,4347 | -- | 0,1337 | **** |

Conclusion

En principe, un actionnaire dispose de droits aux dividendes et de droits de vote proportionnels à sa participation au capital. En réalité, l'attribution d'actions à droit de vote double, l'émission d'actions sans droit de vote et les participations indirectes protéiformes permettent d'acquérir un pourcentage de droits de vote plus que proportionnel à l'investissement effectué. Ces leviers de contrôle font l'objet du présent article. L'exposé de leur principe fait ensuite place à l'analyse empirique du cas français : ces leviers sont-ils fréquemment utilisés, par quels actionnaires et avec quel effet sur la séparation de la propriété et du contrôle, telles sont les questions abordées.

L'étude réalisée sur un échantillon de 560 sociétés cotées françaises en 2000 met en évidence les résultats suivants. Les leviers connaissent un succès inégal. Aux actions sans droit de vote et aux participations croisées peu répandues s'opposent les actions à droit de vote double et les structures pyramidales. Les trois quarts des sociétés de l'échantillon ont des actions à droit de vote double et un tiers est contrôlé via une pyramide. Ces deux mécanismes apparaissent plus substituables que complémentaires. Ils ne sont pas non plus activés par les mêmes actionnaires. L'État et les institutions financières paraissent privilégier les pyramides ; les familles actionnaires, les actions à droit de vote double. Les pyramides semblent enfin à l'origine d'un effet de levier 3,5 fois plus important que les actions à droit de vote double : l'écart moyen entre les droits aux *cash-flows* et au contrôle ultimes s'élève à 43% dans les entreprises pyramidales, contre 12% dans les entreprises autorisant les actions à droit de vote double.

Dans le cadre néo-classique, la séparation de la propriété et du contrôle est considérée comme contre-éfficace car source de conflits d'agence entre actionnaires. Mais les leviers de contrôle ne seraient pas aussi usités s'ils ne répondaient pas à de réels besoins économiques. La controverse explique l'actuel *statu quo* de la Commission européenne concernant la possible interdiction des entorses à la règle d'« une action, un droit de vote ». Elle appelle de futurs travaux, en vue de réconcilier théorie et pratique. Une meilleure compréhension des intérêts et des risques des leviers de contrôle permettra une régulation efficace.

Bibliographie

- Bebchuk L., Kraakman R. et Triantis G. (2000), « Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights », in R.K. Morck, éd., *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press.
- Boubaker S. (2007), « Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France », *Multinational Finance Journal*, vol. 11, n° 3/4, p. 211-252.
- Boubaker S. et Labégorre F. (2006), « Environnement informationnel et structure de propriété et de contrôle des sociétés cotées françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 3, p. 5-38.
- Boubaker S. et Labégorre F. (2008), « Ownership Structure, Corporate Governance and Analyst Following: A Study of French Listed Firms », *Journal of Banking and Finance*, à paraître.
- Biebuyck T., Chapelle A. et Szafarz A. (2004), « Les leviers de contrôle des actionnaires majoritaires », *Revue Gouvernance*, vol. 1, n° 2, p. 52-76.
- Chapelle A. et Szafarz A. (2001), « Ownership and Control: Dissecting the Pyramid », document de travail, Centre Emile Bernheim, Solvay Business School.
- Claessens S., Djankov S. et Lang L.H.P. (2000), « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, p. 81-112.
- Faccio M. et Lang L.H.P. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.
- King G. et Zeng L. (2001), « Logistic Regression in Rare Events Data », *Political Analysis*, vol. 9, n° 2, p. 137-163.

- Jensen M. C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305–360.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-517.
- Lemmon M. L. et Lins K. V. (2003), « Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis », *Journal of Finance*, vol. 58, p. 1445-1468.
- Mitton T. (2002), « A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis », *Journal of Financial Economics*, vol. 64, n°2, p. 215-241.
- Renneboog L. (2000), « Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange », *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, n° 12, p. 1959-1995.
- Shleifer A. et Vishny W. R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, p. 737–83.
- Tomz M., King G. et Zeng L. (1999), « RELOGIT: Rare Events Logistic Regression », Version 1.1., Cambridge, MA, Harvard University, October 1, <http://gking.harvard.edu/>